

UiO • Det juridiske fakultet

Definisjonen av innsideinformasjon i relasjon til obligasjoner

Kandidatnummer: 694

Leveringsfrist: 25.april 2014

Antall ord:17 928



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING.....	1
1.1	Avhandlingens tema: Definisjonen av innsideinformasjon i relasjon til obligasjoner. ...	1
1.2	Presentasjon og avgrensning.....	3
1.3	Rettskilder og rettskildebruk.....	4
1.3.1	Lov.....	4
1.3.2	EØS-rett.....	4
1.3.3	Utenlandsk rett.....	6
1.3.4	Forarbeider.....	6
1.3.5	Rettspraksis.....	7
1.3.6	Forvaltningspraksis.....	7
1.3.7	Juridisk litteratur.....	7
2	HVA ER OBLIGASJONER	8
2.1	Introduksjon og bakgrunn	8
2.1.1	Obligasjoner vs. aksjer	10
2.2	Prisingen av obligasjoner	11
2.2.1	Kredittrisiko.....	11
2.2.2	Rating	12
2.2.3	Renterisiko.....	12
2.2.4	Innsynsrett i obligasjonsregisteret	13
3	NÆRMERE OM BAKGRUNNEN FOR REGULERINGEN AV INNSIDEINFORMASJON	16
3.1	Innledning	16
3.2	Hva skal til for å oppnå et velfungerende obligasjonsmarked?	17
3.2.1	Formålet og virkeområdet bak verdipapirhandelloven § 1-1	17
4	RETTSLIGE KONSEKVENSER AV AT DET FORELIGGER INNSIDEINFORMASJON.	20
4.1	Nærmere om forbudsreglene.....	20
4.1.1	Informasjonsplikten for aktørene i obligasjonsmarkedet.	20

4.1.2	Innsidehandelsforbudet.....	22
4.1.3	Tilbørlig informasjonshåndtering og taushetsplikt.....	23
4.1.4	Listeføringsplikten.....	25
4.1.5	Rådgivningsforbudet	25
4.1.6	Rapporteringsplikt ved mistenkelige transaksjoner.....	25
5	NÆRMERE OM DEFINISJONEN AV INNSIDEINFORMASJON.....	27
5.1	Lovens ordlyd og fremstillingen videre	27
5.1.1	Innledende bemerkninger	27
5.2	Vilkåret om « <i>presise opplysninger</i> ».....	28
5.2.1	Forståelsen av « <i>presise opplysninger</i> » i nærmere tilknytning til rykter og spekulasjoner	29
5.3	Nærmere om forståelsen av « <i>presise opplysninger</i> » i § 3-2 (2)	31
5.3.1	Nærmere om vilkåret til « <i>tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen</i> »	31
5.4	Nærmere om begrepet « <i>indikerer</i> »	34
6	OPPLYSNINGENES KURSPÅVIRKENDE EFFEKT	38
6.1	Innledning	38
6.1.1	Ytterligere presisering og videre fremstilling.....	39
6.2	«Fornuftige investor–testen».....	40
6.2.1	Opplysninger en fornuftig investor « <i>sannsynligvis vil benytte</i> ».	44
6.3	Hva er « <i>egnet til å påvirke kursen</i> » i relasjon til obligasjoner	45
6.3.1	Krav om kurspåvirkningspotensiale	45
6.3.2	Vurderingen av « <i>egnet til å påvirke</i> »	47
6.3.3	Opplysningens kurspåvirkningspotensial på obligasjoner.	49
6.3.4	Nærmere om begrepet « <i>merkbart</i> »	51
6.3.5	Når har opplysningen potensial for kurspåvirkning	56
7	VILKÅRET OM AT «OPPLYSNINGEN IKKE ER ALLMENT KJENT» ELLER «OFFENTLIG TILGJENGELIG»	58
7.1	Innledning	58
7.2	Lovspråket i verdipapirhandelloven § 3-2 (1)	59

8	OPPSUMMERING	65
9	LITTERATURLISTE	67

1 Innledning

1.1 Avhandlingens tema: Definisjonen av innsideinformasjon i relasjon til obligasjoner.

For omsetning av børsnoterte verdipapirer er det en rekke regler som er knyttet til begrepet innsideinformasjon. For eksempel er det forbudt å handle for aktører som besitter innsideinformasjon dersom ikke informasjonen er offentlig tilgjengelig.

Avhandlingens tema er hva som skal til for at det foreligger innsideinformasjon i relasjon til obligasjoner. Avhandlingen skal kartlegge og analysere dette kravet i forholdet mellom innsidere og finansielle institusjoner. Avhandlingen vil se nærmere på definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven av 29. juli 2007 nr.75.¹ Som aktør i verdipapirmarkedet har man en berettiget forventning om at markedets integritet skal ivaretas på beste måte. Det vil være ugunstig om enkelte aktører besitter et informasjonsfortrinn ovenfor andre. Når en aktør besitter et slikt fortrinn, vil aktøren ha mulighet til å foreta investeringer med lavere risiko og derav ha muligheten til å oppnå høyere avkastning enn de andre aktørene i markedet.

Verdipapirhandellovens § 3-2 lyder som følger:

«Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene (...)»,

§ 3-2 andre ledd:

«Med presise opplysninger menes (...) indikerer at en eller flere omstendigheter (...) med rimelig grunn (...) ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke (...)».

¹ Heretter også kalt vphl

§ 3-2 tredje ledd:

«Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen (...) merkbart, (...) fornuftig investor sannsynligvis vil benytte (...) sin investeringsbeslutning».

Definisjonen i vphl § 3-2 (1) består av noen hovedvilkår. Det er slik at opplysningene ikke kan være *«offentlig tilgjengelige eller allment kjent»*, opplysningene må være av *«presise opplysninger»* som er *«egnet til å påvirke kursen.»* Disse definisjonene vil bli behandlet senere i avhandlingen.

Når det gjelder vphl § 3-2 (3) må det gjøres en vurdering i henhold til hva som vil påvirke kursen *merkbart*, opp mot hva *«en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning»*. Dette medfører at en er nødt til å foreta en test av hva en investor ville ha gjort, kalt *«den fornuftige investor-testen»*. Dette vil så bli en vurdering av hvordan en investor handler i obligasjonsmarkedet. Dette vil behandles senere i avhandlingen.

Videre i kapittel 3 i verdipapirhandelloven har vi bestemmelser hvor formålet med loven er å hindre markedsskadelig adferd. Dette vil være de rettslige konsekvensene som vil inntre når innsideinformasjon foreligger. De ulike regler som omfattes av dette er blant annet: *taushetsplikt*, plikt til å føre lister over personer med tilgang til innsideinformasjonen, videre foreligger det *undersøkelsesplikt*, *rådgivningsforbud* og *informasjonsplikten* til selskapet.

Det foreligger per i dag lite rettspraksis på området for obligasjoner, emnet er også i mindre grad behandlet i litteraturen, i motsetning til aksjer. Videre har også tilsynsmyndighetenes hovedfokus vært innsidehandel med aksjer. Likevel tilsier den stadig økende aktiviteten i obligasjonsmarkedet² at faren for innsidehandel med obligasjoner vil kunne øke i omfang. Både Finanstilsynet og Økokrim har i den senere tiden behandlet saker med denne typen innsidehandel.

² Et svært hett marked (Dagens Næringsliv) lenke: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2753189.ece>

Spørsmålet videre blir om det ved definisjonen av innsideinformasjon foreligger en annen tilnærming til innsideinformasjonen ved obligasjoner enn ved aksjer, ettersom disse omfattes som «*finansielle instrumenter*» og skal reguleres likt jf. 2-2 (2).

1.2 Presentasjon og avgrensning

Det følger av hovedvilkårets anvendelsesområde i vphl § 3-2 (1) at handel som gjøres med innsideinformasjon må være tilknyttet «*finansielle instrumenter*». Med finansielle instrumenter menes aksjer og obligasjoner jf. vphl § 2-2 (2). Videre omfattes blant annet derivater og finansielle instrumenter jf. vphl § 2-2, som vil ikke bli behandlet i denne avhandlingen.

Avhandlingen vil i stor grad omfatte obligasjoner som er notert eller søkt notert på Oslo Børs jf. vphl § 3-1 (1). De ikke-noterte obligasjonene handles på andre regulerte markeder som obligasjonslån på Nordic ABM eller som unoterte obligasjonslån. Det vil være hensiktsmessig å sammenligne obligasjoner og aksjer der det faller seg naturlig. Som nevnt i 1.1 er aksjer det instrumentet som er mest omtalt. Etter vphl §§ 3-2 jf. 2-2 (2) er de samme reglene som gjelder for obligasjoner som for aksjer.

Avhandlingens hovedtema er innsideinformasjonens vilkårsside, men det vil være naturlig å også berøre de konsekvenser som vil oppstå når innsidehandel foreligger, altså virkningssiden. Innsideinformasjon fungerer således som et koblingsord, et vilkår for at man skal anse noe for å være innsideinformasjon, som videre utløser en rekke virkninger. Når innsidehandel foreligger vil rettslige konsekvenser deriblant være: *taushetsplikt*, *listeføringsplikten*, *undersøkelsesplikt*, *rådgivningsforbud* og ikke minst *informasjonsplikten* til selskapet. Når det gjelder informasjonsplikten vil det være spennende å se nærmere på Daimler-dommen fra EU.

Jeg vil ikke gå særlig inn på de strafferettslige elementene som omfattes av innsideinformasjon da dette også omhandler virkningssiden av bruk av innsideinformasjon. Likevel ses det nødvendig, da den siste og eneste Høyesterettsdommen som per i dag³ omfatter obligasjoner, kun tar for seg straffeutmålingen.

³ Vår 2014

Avhandlingen vil i hovedsak fokusere på foretaksobligasjoner og vil således avgrenses mot statsobligasjoner og konvertible obligasjoner. Sistnevnte da disse følger aksjelovens kapittel 11 på grunn av sterke likhetstrekk med aksjer. Avgrensingen er gjort i lys av avhandlingens omfang og hensikt, samt ønsket om å gå noe dypere inn i problemstillingens tema.

1.3 Rettskilder og rettskildebruk

1.3.1 Lov

Den sentrale lovbestemmelsen er verdipapirhandellov av 29. juli 2007 nr.75 hvor definisjonen av innsideinformasjon er regulert i vphl § 3-2 jf. § 2-2.

Norsk lovgivning har hatt forbud mot innsidehandel siden vedtakelsen av verdipapirhandelloven av 1985.⁴ Loven har også blitt endret flere ganger etter dette, blant annet i 1997 og i 2005.⁵ Det følger så videre av lovens formål at den skal legge til rette for «*sikker, ordnet og effektiv handel*».⁶

1.3.2 EØS-rett

En del av de norske reglene som omfatter verdipapirlovgivningen i Norge, er et resultat av implementeringen av EU-regelverk som følger av EØS-forpliktelsene. Markedsmisbruksdirektivet 2003/6/EF er gjennomført i norsk verdipapirlovgivning. Hovedformålet etter markedsmisbruksdirektivet art.1. nr. 1 er å sikre tilliten til investorene i markedet samt at Norge har forpliktet seg til å sikre EØS-avtalen. Direktivets bestemmelse tar for seg innsidehandel, markedsmanipulasjon og informasjonsplikt for utstedere av finansielle instrumenter. Videre

⁴ Lov av 14.juni 1985 nr. 61 (§ 1-8 det ble antatt at regelen omfattet avtaleloven § 33)

⁵ Se i pkt. 1.2, Lov 4. mars 2005 nr. 11 og lov 19. juni 1997 nr. 79

⁶ Vphl § 1-1

setter markedsmisbruksdirektivet ekstra skjerpede krav ovenfor de som er børsnoterte selskaper.⁷

1.3.2.1 Det europeiske finansmarkedet

Det har vært EUs intensjoner de siste årene å integrere det europeiske finansmarkedet så godt som mulig. Norsk rett har gjennom EØS-avtalen krav til hvordan implementeringen av markedsmisbruksdirektivet skal gjennomføres. Gjennom EØS-avtalen og etter direktivets ordlyd i art. 7 står Norge mer eller mindre fritt til å bestemme former og midler, dette så lenge det materielle innholdet stemmer med direktivets.⁸

I 1999 ble det i kommisjonen fremlagt en «*handlingsplan for finansielle tjenester*» («*the Financial Service Action Plan*»). Her var planene å fremme integrasjon mellom de ulike europeiske landene. Kommisjonens arbeid var ikke å få til ny lovgivning, men å utarbeide en riktig og rettidig gjennomføring av allerede eksisterende lov.⁹ En viktig nyvinning av kommisjonen var at det ble en egen beslutningsprosedyre for rettsakter. Denne beslutningsprosedyren er kjent som Lamfalussy-prosedyren eller komitologiprosedyren.¹⁰ Den nye regelverkprosessen ble tatt i bruk ettersom EU-regelverket var tidkrevende. Dette fordi alle endringer som må gjennomføres måtte gjennom Europaparlamentet og Rådet, uavhengig av detaljreguleringen.¹¹ Lamfalussy-prosedyren er en videreføring av markedsmisbruksdirektivet, og Rådet ønsket en detaljregulering basert på fire nivåer;¹² 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF. Det er kommisjonsdirektivet av 2003/124/EF som omhandler definisjonen av innsideinformasjon. Videre gir European Securities and Markets Authority (ESMA) rådgivende uttalelser som blir tillagt stor vekt. ESMA er et uavhengig EU-organ med styremedlemmer fra medlemslandenes tilsynsmyndigheter. ESMA erstattet 1. Januar 2011 det tidligere CESR, Committee of Euro-

⁷ Myklebust (2011) s.193 og 194

⁸ Fredrik Sejersted, Finn Arnesen EØS-rett 2.utg s. 186

⁹ Myklebust (2011) s.79

¹⁰ Myklebust (2011) s.79

¹¹ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 8

¹² Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 8 (for nærmere forklaring av nivåene)

pean Securities Regulator, men CESRs arbeid er fortsatt relevant, blant annet er innsidedefinisjonen og forklaringer fra CESR/02-089d fortsatt gjeldende.

Implementeringen av markedsmisbruksdirektivet har gitt visse forskjeller mellom landene, også i Norge. Det er derfor viktig at praktiseringen av nasjonalrett samsvarer med definisjonen i markedsmisbruksdirektivet.¹³

ESMA er et uavhengig EU-organ som har til formål å sikre økonomisk stabilitet og styrke investorbeskyttelse. ESMA fungerer som en tilsynsmyndighet innenfor EU, og skal utvikle europeisk verdipapirlovgivning. Deres rolle er ikke å overvåke, men å bidra til utviklingen av rammeverk for beskyttelse av investorene som er svært lik over hele Europa.¹⁴

1.3.3 Utenlandsk rett

Det vil være relevant å se på annen praksis innenfor EU, i forhold til markedsmisbruksdirektivet. Andre europeiske lands rettsanvendelse vil også være av interesse. Det vil derfor være naturlig å se nærmere på de nordiske landene som Sverige og Danmark, og hvilke innfallsvinkel disse har i tolking av direktivet.

Verdipapirhandellovens kapittel 3 av 2005 er en videreføring av verdipapirhandelloven fra 1997 kapittel 2, som omfatter innsideinformasjon. Videre følger det at den nye verdipapirhandelloven er ment å gjennomføre EØS-forpliktelsene som følger av markedsmisbruksdirektivet¹⁵

1.3.4 Forarbeider

Ovenfor har jeg vist til at verdipapirloven har vært i stadig endring, noe som fører til nye proposisjoner. De nye proposisjonene viderefører mye av det som har stått sentralt hva gjelder innsideinformasjon i de gamle proposisjonene. Avhandlingen vil ta for seg utviklingen av

¹³ Norsk lovkommentar vphl § 3-2 note. 49

¹⁴ ESMA : <http://www.esma.europa.eu/nb/investor-corner/ESMA-Hvem-vi-er-og-hva-vi-gj%C3%B8r>

¹⁵ Market Abuse Directive (markedsmisbruksdirektivet) Directive 2003/6/EF

forarbeidenes syn på innsideinformasjonsbegrepet og belyse forarbeidenes posisjon i nasjonal rett i møte med nye EU-direktiver.

1.3.5 Rettspraksis

Det foreligger kun én Høyesterettsdom i Norge per dags dato som gjelder obligasjoner. Samtidig finnes det en rekke avgjørelser som omfatter handel med aksjer og som kaster lys over definisjonen i relasjon til innsideinformasjon. Den nylige avsatte dommen på obligasjoner er Rt 2013-946. Dommen tar for seg straffeutmålingen uten å drøfte hovedvilkårene om innsidehandel relatert til obligasjoner. Dette har blant annet sin bakgrunn i at den tiltalte tilsto og samarbeidet med politiet. Ettersom dommen ikke har direkte relevans for vilkårssiden, kan den en illustrasjon når det gjelder likheter og forskjeller mellom aksjer og obligasjoner, og vil bli drøftet senere. Videre har vi andre sentrale dommer vedrørende innsideinformasjon som i hovedsak tar for seg aksjer, men er av interesse og vil bli omtalt.

1.3.6 Forvaltningspraksis

I Norge omsettes obligasjoner som er børsnoterte på Oslo Børs. Oslo Børs har et eget forvaltningsorgan kjent som børsklagenemda, som tar i mot klager. Børsklagenemda avgjør saker i børsstyre og børsrådets avgjørelser etter børslovens kapittel 6 jf. § 41.¹⁶

1.3.7 Juridisk litteratur

Norsk juridisk teori innenfor fagområdet har hatt stor betydning for begrepsforståelsen innen finansmarkedsretten, derav begrepet innsideinformasjon. Viktige aktører innen fagfeltet, blant annet lærebokforfattere er Rune Sæbø, Bjørn Gabriel Reed, Knut Bergo og Trude Myklebust.¹⁷

¹⁶ Børsklagenemda link: <http://www.nsd.uib.no/polsys/data/forvaltning/utvalg/16064000>

¹⁷ Sæbø (1995), Reed (1996), Bergo (2008), Myklebust (2011)

2 Hva er obligasjoner

2.1 Introduksjon og bakgrunn

En obligasjon er et rentebærende gjeldsbrev hvor utstederen pålegges å tilbakebetale lånebeløpet pluss renter, til investoren over en gitt periode.¹⁸ Etter vphl § 2-2 (2) nr. 2 omfatter omsettelige verdipapirer alle «*obligasjoner*» som kan omsettes på kapitalmarkedet. Verdipapirhandelloven 2-2 krever ikke at det skjer mange utstedelser av låneinstrumenter samtidig. Dette gjør at en fjerner seg fra terminologien i gjeldsbrevloven av 17. februar 1939 nr. 1 § 11 som definerer «*ihendehaverobligasjoner*» og «*omsetningsgjeldsbrev*». Det følger så vphl § 2-2 at det avgjørende for obligasjoner vil være om det kan omsettes i markedet, og ikke om det utstedes mange slike i sammenheng, eller om låneforholdet fyller kravet til ubetinget gjeldsansvar på innehaveren. De instrumentene som omsettes i lånemarkedet er kjent som «*mengdegjeldsbrev*», som også er «*ihendehaverobligasjoner*» etter gjeldsbrevloven. Disse obligasjonene må per i dag registreres i verdipapirregisteret. Det vil si at registreringen av en obligasjon på investorens konto får legitimasjonsvirkning ved eie papirbasert ihendehaverobligasjoner etter gjeldsbrevloven.¹⁹

Sertifikater omfattes også av vphl § 2-2, hvor dens særtrekk er at den har en løpetid på under 12 måneder, men samme struktur som en obligasjon.²⁰

En obligasjon har i likhet med andre finansielle instrumenter som formål å gi avkastning. Dette gjøres ved at det foreligger en bestemt løpetid på obligasjonen, som vil kunne gi aktørene i markedet en potensiell verdistigning på obligasjonen. Hvem som er utstederselskap vil ha betydning for avkastningen på obligasjonen. En typisk obligasjon som vil kunne gi høy avkastning betegnes som «*high yield-obligasjoner*». Disse har høyere risiko og kjennetegnes ved at selskapet har dårligere likviditet og soliditet.²¹ Dette gjør at de som investerer i slike obligasjoner også krever høyere rente. Vi har også et tryggere alternativ, nemlig statsobliga-

¹⁸ Oslo Børs, obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ s. 9

¹⁹ Bergo (2008) s. 27

²⁰ Bergo (2008) s. 28

²¹ Oslo Børs, obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ s. 17

sjoner. Statsobligasjoner er kjent for å være tilnærmet risikofrie investeringsobjekter, ettersom det er staten som stiller som garantist.²²

Videre har vi aktører som utstedere, investorer i første og annenhåndsmarked, samt en ordning for obligasjonseiere i Norge kjent som Norsk Tillitsmann. Norsk Tillitsmann yter tjenester og fungerer som mellommenn for obligasjonslån, samtidig som de representerer obligasjonseierne. Dette medfører at utstederne kan forholde seg til en kreditorrepresentant fra Norsk Tillitsmann.²³

Obligasjonsmarkedet er en viktig finansieringskilde for selskaper når de trenger å innhente kapital. Avhandlingen vil videre se nærmere på både muligheter og de utfordringene som finnes på denne markedsplassen i forhold til innsideproblematikken. Det påfølgende kapittelet vil likevel kort ta for seg det teoretiske grunnlaget om obligasjoner.

De ulike typer obligasjoner som utstedes er statsobligasjoner, kommunale obligasjoner og foretaksobligasjoner. Betegnelsene for selskaper som utsteder obligasjoner i Norge er selskap, utsteder eller låntaker.²⁴

Foretaksobligasjoner deles vanligvis inn i obligasjoner med god kredittrating, «*investment grade*», og «*high yield-obligasjoner*» såkalte høyrenteobligasjoner.²⁵ Vi har også statsobligasjoner som ofte blir valgt fordi den gir en lavere risiko.²⁶ For å eksemplifisere var det en foretaksobligasjon som ble utstedt da selskapet Sevan Marine benyttet obligasjonsmarkedet for å innhente kapital i 2010. Obligasjonene ble lagt ut med en rente på fjorten prosent, noe som er meget høyt for obligasjoner, som i utgangspunktet er en risikofri investering.²⁷

Verdipapirmarkedet skaper nødvendig likviditet for selskapenes kapitalbehov. Når Aker Solutions eksempelvis skal låne i milliardklassen vil trolig ikke én bank bære dette alene og belø-

²² Norges Bank lenke: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/statsgjeld/statsobligasjoner/>

²³ Norsk Tillitsmann

²⁴ Selskapsrett. Foretaksobligasjoner i Norge s.18 (heretter kun henvist som selskapsrett)

²⁵ Selskapsrett s.18

²⁶ Norges Bank lenke: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/statsgjeld/statsobligasjoner/>

²⁷ Sevan vurderer obligasjonslån. (Dagens Næringsliv)

pet deles derfor opp mellom flere banker. Dette skaper likviditet. Når investeringsvillige investorer plasserer penger i markedet gjennom kjøp av obligasjoner, sier de seg også villig til å ta noe av risikoen. Likviditeten sikrer videre verdiskapning ved at investorer til enhver tid kan selge sine investeringer i markedet til fordel for annen investering, de må ikke vente til endt løpetid på obligasjonen. Markedet skaffer således Aker Solutions nødvendig kapital til bedre vilkår enn om et slikt marked ikke eksisterte.

2.1.1 Obligasjoner vs. aksjer

Aksjonærene i et selskap kan kreve utbytte etter utbyttereglene i aksjeloven 13. juni nr. 44 kapittel 8. Dette medfører at aksjonærene i praksis eier selskapet etter aksjeloven. Det selskapet tjener og de forventningene om fremtidig inntjening er med på å prise aksjene. Obligasjoner er en gjeldspost for selskapet og en fordring for obligasjonseieren, se ovenfor.

Obligasjoner regnes som et sikrere investeringsobjekt enn aksjer. Begge er verdipapirer, men med ulik karakteristikk. Aksjer er i større grad påvirket av informasjonen i markedet enn obligasjoner, dette medfører at det oppstår større kurssvingning i markedet for aksjer enn obligasjoner. Obligasjoner har risiko forbundet hovedsakelig til selskapets kredittlikviditet og utviklingen på rentenivået, samt obligasjonens løpetid og faren for mislighold.²⁸

Videre følger det ved konkurs en prioritetsrekkefølge. Det vil gjøre at aksjene ryker først i enhver sammenheng, jf. dekningsloven av 6. august nr. 59 jf. kapittel 9. De som er fordringsberettiget vil få dekning først. Derav kommer kreditorene som i denne sammenheng vil være obligasjonseierne. Obligasjoner har prioritet foran aksjeeieren ved en eventuell konkurs.²⁹

Ved å investere i obligasjonsmarkedet vil det gi høyere avkastning enn å plassere pengene i banken. Årsaken er at bankene har sikkerhet i staten og gir høyere sikkerhet og kan tas ut etter egnet ønske. Obligasjonen må selges i det åpne markedet før man får pengene. Man beregner inn i obligasjonene en likviditetspremie, på grunn av usikkerhet til hvilken pris man vil få ved

²⁸ Oslo Børs, obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ s. 5

²⁹ Oslo Børs, obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ s. 12

salg av obligasjonen.³⁰ Vilkårene i lånet som endringer i renten, løpetid samt rating og regnskapsrapportering jf. vphl §§ 5-5 og 5-6 vil ha betydning. Innsideinformasjon vil foreligge i de ulike situasjonene og vil bli behandlet senere.

2.2 Prisingen av obligasjoner

Obligasjonens kjennetegn er at prisen endres i motsatt retning av en endring i effektiv rente. Dersom den effektive renten på obligasjonen øker, går prisen på obligasjonen ned. Når den effektive renten øker, blir nåverdien av obligasjonens kontantstrøm mindre og prisen vil synke. Går den effektive renten ned vil prisen på obligasjonen øke. Når markedsrenten endres vil den effektive renten som investorene krever på obligasjonen også endre seg.³¹

I forarbeidene uttales det at forholdet mellom informasjonen og markedskursen har fått stor oppmerksomhet i relasjon til den økonomiske teorien. De viser så til hypotesen om markedseffisiens.³² Dette stammer fra økonomen Eugene Fama «*efficient capital market hypothesis*».³³ Det vil si at for en obligasjon i et effektivt marked reflekterer all den tilgjengelige informasjonen, og at kursen vil tilpasse seg etter hvert som ny informasjon blir tilgjengelig.³⁴

2.2.1 Kredittrisiko

Ved investering i obligasjoner foreligger det kredittrisiko på utstederen av obligasjonene. Kredittrisiko gjenspeiler risiko en investor har for at utstederen ikke vil klare å tilbake betale sine forpliktelser. En investor må ta i betraktning at selskapet vil kunne gå konkurs eller betalingsforsinkelser. Går selskapet konkurs er det usikkerhet i forhold til hvor mye en obligasjonseier vil få igjen, men en vil være prioritert foran aksjonærene ved krav i boet. Kredittrisikoen vil være implementert i prisingen av obligasjonen.³⁵

³⁰ Oslo Børs, obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ s. 12

³¹ Oslo Børs, obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ s. 17

³² NOU 1996:2 pkt. 2.5.1.2

³³ Myklebust (2011) s. 56

³⁴ NOU 1996:2 s. pkt. 2.5.1.2

³⁵ Oslo Børs, obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ s. 17

2.2.2 Rating

Når en skal kjøpe en obligasjon, er investorene interessert i å se risikoaspektet for obligasjonen. Rating på en obligasjon indikerer obligasjonens risiko, samtidig som den gir en indikasjon på hva som kan være forventet avkastning. Rating blir gjort av tre av de største ratingselskapene i verden: Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Ratingbyråene er også en aktør i verdipapirmarkedet. En tilfredsstillende rating på en obligasjon vil si at den har en rating på A eller bedre.³⁶ Innsideinformasjon vil oppstå i slike selskaper. Om en ansatt i Moody's kjenner til at et selskap skal rangeres ned besitter han innsideinformasjon, og vil i utgangspunktet ha mulighet for å utnytte denne situasjonen. Innsidereglene vil komme til anvendelse på slike situasjoner. Et annet eksempel på dette er om et selskap legger frem en regnskapsrapport som viser at selskapet ikke har fått nye oppdrag, eller at ordreboken er tom om et år, og at obligasjonen ikke forfaller før om fem år. De som besitter denne informasjonen har innsideinformasjon og har da et fortrinn.

2.2.3 Renterisiko

En obligasjon er i stor grad påvirket av renteendringer som foreligger i markedet. Renterisikoen gjenspeiler den avkastningen som en vil kunne få på obligasjonen. Den effektive renten på obligasjonen blir beregnet ut ifra markedsrenten. Obligasjonen blir i så måte påvirket av hvordan markedsrenten beveger seg. Når markedsrenten beveger seg opp, vil det foreligge tap hos obligasjonseieren, mens det vil bli gevinst når markedsrenten går ned. Det er flere faktorer som påvirker obligasjonsrenten. Dette vil være obligasjonens løpetid, kupongrentenivået og den effektive renten. Jo lenger løpetid det er på en obligasjon desto høyere avkastning vil kunne oppnås, men obligasjonen blir også mer følsom for markedsendringer. Dermed vil obligasjon med kort løpetid ha mindre risiko.³⁷

³⁶ Norges Bank rundskriv nr. xx/xx.xx.2005 vedlegg 3: nye retningslinjer for pantsettelse av verdipapirer som sikkerhet for lån i Norges bank s.3

³⁷ Oslo Børs obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ s.17

2.2.4 Innsynsrett i obligasjonsregisteret

Obligasjoner innføres i verdipapirregisteret og med det følge det enkelte rettsvirkninger. Det har vært omdiskutert om obligasjoner har rett eller plikt til å registreres. Av praktiske formål registreres obligasjoner i verdipapirsentralen (VPS).³⁸

VPS fører register over obligasjonseierne, på samme måte som aksjer. Videre er det ikke allmenn innsynsrett i eierregisteret, hvor dette følges av taushetspliktsreglene i verdipapirregistreringsloven av 7. mai 2002 nr. 64 jf. § 8-1.³⁹ Det er heller ikke noe begrenset innsyn for obligasjonsutstederen. Dette betyr at hverken meglerhus, Norsk Tillitsmann, selskaper eller obligasjonseieren får vite hvem som er eiere av de ulike obligasjonene. Dette medfører at man sitter igjen med en tredjepart som VPS, dersom en ønsker å kontakte en obligasjonseier.⁴⁰

Mangel på innsyn i obligasjoner har blitt kritisert fra flere hold, blant annet fra børsdirektør Bente Landsnes som ønsker mer åpenhet og har bedt om en lovendring i sitt brev til finansdepartementet. Hvor hun uttaler følgende: «*Oslo Børs ønsker med dette å anmode Finansdepartementet om å vurdere nødvendige regelverksendringer som åpner for innsyn for utsteder i eierregisteret for obligasjoner*».⁴¹

Det følger videre av mangel på innsyn skaper problemer i forbindelse med restrukturering, forhandlinger, rente og tilbakekjøp. Her kan utstederen ha behov for direkte kontakt uten å måtte involvere Norsk Tillitsmann eller VPS. Dette skaper også problemer i annenhåndsmarkedet for videresalg av obligasjoner.⁴² Det var i 2001 at innsynsretten i obligasjoner sist ble vurdert.⁴³

³⁸ Selskapsrett. s. 22

³⁹ Verdipapirregistreringsloven (vpri)

⁴⁰ Selskapsrett s. 22

⁴¹ StockLink iMarkedet (E.Storm)

⁴² Selskapsrett. s. 22

⁴³ NOU 2000:10 pkt. 19.3.3

Om det blir tillatt med innsynsrett vil det kunne gi fordeler som lavere kostnader ved senere låneopptak, dersom de kan rette tilbudet direkte mot obligasjonssinnehaverne. Det gir videre mer fleksible løsninger for utstederen, ved å ha direkte kontakt.⁴⁴

Om obligasjonsutstederne skal få innsynsrett i egen kredittmasse vil dette medføre kunnskap om investeringsforholdene i det norske obligasjonsmarkedet og et større innsyn enn hva som er allment tilgjengelig. Dette vil da føre til at de kan identifisere långiveren.⁴⁵

Den tidligere loven av 1989 opphevet vilkåret om at obligasjonsutstedere ikke skulle få adgang til å identifisere den enkelte låntaker. Selv om vilkåret ble opphevet ble det ikke gitt direkte adgang, dette må en søke om å få.⁴⁶ En obligasjonsutsteder kan selv kjøpe obligasjoner i eget selskap, og det kan medføre at obligasjonsutstederen får en fortrinnsrett, og vil gi de en urettmessig fordel i forhold til de øvrige aktørene i markedet. Det at en obligasjonsutsteder besitter er slikt fortrinn, taler mot innsynsrett. Også mange verdipapirforetak har oversikt over aktørene som handler i markedet.⁴⁷

Videre blir også spørsmålet om hvem som skal ha innsynsrett. Er det slik at en skal gi både utsteder, meglere, generelle obligasjonseiere, presse eller andre innsynsrett i obligasjonene.

I forarbeidene⁴⁸ kommer det frem at innsynsretten bør tillates på lik linje som ved aksjer, da en vil ha nytte av en slik åpenhet i markedet. Hvem som bør gis innsyn sies det derimot lite om, men det indikeres blant annet at pressen bør gis innsyn for å gjøre informasjonen offentlig tilgjengelig. Dette ville i så fall kunne gi en indikasjon på hvordan maktforholdene er i norsk næringsliv. I et investeringsperspektiv vil det å ha så fullstendige opplysninger som mulig om investeringsobjektet være svært viktig. Innsynsrett vil øke informasjonstilgangen, men vil ikke nødvendigvis gi et fullstendig bilde av hvem som har innflytelse i et selskap. Dette fordi informasjon om lån registrert i verdipapirregisteret ikke er offentlig tilgjengelig.

⁴⁴ NOU 2000:10 pkt. 19.3.3.4

⁴⁵ NOU 2000:10 pkt. 19.3.3.4

⁴⁶ NOU 2000:10 pkt. 19.3.3.4

⁴⁷ NOU 2000:10 pkt. 19.3.3.4

⁴⁸ NOU 2000:10 pkt. 19.3.3.5

Et eksempel på når innsideinformasjon kan foreligge uten å ha innsynsrett i obligasjonsregisteret, vil kunne være når det skal stemmes over endringer om et selskaps obligasjoner. Endringer kan gjelde obligasjonenes løpetid. Om en investor på et gitt tidspunkt blir klar over hvem som er eiere av obligasjonene, vil dette kunne medføre at investoren besitter et informasjonsfortrinn. Investoren som her besitter innsideinformasjon vil kunne analysere i hvilken retning en avstemning vil gå, og med det kunne kjøpe eller selge sin egen obligasjon etter det antatte utfall.

3 Nærmere om bakgrunnen for reguleringen av innsideinformasjon

3.1 Innledning

Det inngås avtaler daglig, om alt fra kjøp av hus eller likeså lån i milliardklassen. Vanlige kjøp- og avtalerettslige inngåelser har lik betydning, uavhengig om det omhandler kjøp av eiendom eller av en obligasjon. Innsideinformasjon vil på samme måte kunne gjenspeiles både i de mer dagligdagse transaksjonene som til større milliardlån i form av handel med obligasjoner. Avtalene er således svært viktig for utviklingen av omsetningslivet, som igjen vil kunne gjenspeiles i verdipapirmarkedet.⁴⁹

For å illustrere viktigheten av regler som beskytter markedsaktørene kan en tenke seg et vanlig avtalerettslig kjøp av en bil. Dagen før avtaleinngåelsen, kjøpet, endrer selgeren kilometerstanden på bilen. Selger besitter på dette tidspunktet innsideinformasjon, ukjent for kjøperen. Dette vil føre til at de kjøpsrettslige reglene kommer til anvendelse, typisk kjøpsloven § 17⁵⁰ om varens egenskap og muligheten for kjøper å reklamere på varen. Kjøpsloven kapittel 5 regulerer kjøpers krav til oppfyllelse ved kontraktsbrudd fra selgers side, blant annet heving av kjøpet jf. § 25.

For obligasjonsmarkedet er det ikke like enkelt å avgjøre om selgeren besitter innsideinformasjon på tidspunktet hvor salget blir gjennomført. Dette ettersom obligasjonsmarkedet blant annet ikke er gjennomiktig for kjøper og selger. Selger er således ukjent. Dette vil kunne føre til at en ikke får stilt de samme kritiske spørsmålene, eller redegjort for salget, på samme måte som en gjør ved en vanlig transaksjon. Dette skiller obligasjonsmarkedet fra både kjøp av aksjer og de vanlige avtaleinngåelser som gjøres. En har ikke innsynsrett i obligasjonsregisteret.⁵¹ Transaksjonen blir således fjern, uten relasjoner mellom mennesker når kjøpet kun gjøres ved et tastetrykk.

⁴⁹ Geir Woxholth avtalerett (2006) s. 23

⁵⁰ Kjøpsloven av 1988 13. mai nr. 27

⁵¹ Selskapsrett s. 22

Definisjonen i vphl § 3-2 er et koblingsbegrep som også tar for seg virkningssiden av innsideinformasjonsbegrepet. Det vil derfor være naturlig og kort se nærmere på formålsreglene bak innsideinformasjon. De rettslige konsekvenser i form av plikt- og forbudsreglene av innsideinformasjon vil bli behandlet i kapittel 4.

3.2 Hva skal til for å oppnå et velfungerende obligasjonsmarked?

3.2.1 Formålet og virkeområdet bak verdipapirhandelloven § 1-1

Det fremgår av formålsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 1-1 følgende:

«Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter»

Formålsbestemmelsen er ment å beskytte det norske finansmarkedet, men vil også komme til anvendelse ovenfor utenlandske aktører som ønsker å handle på det norske finansmarkedet.⁵²

Vi har en tilsvarende bestemmelse i markedsmisbruksdirektivet, fortalens punkt 12, der formålet er *«to ensure the integrity and community financial markets and enhance investor confidence in those markets»*.⁵³

Her kommer det frem at også markedsmisbruksdirektivet ønsker å styrke markedsplassen og at investor skal ha tillit til markedet.⁵⁴

Videre fremkommer det av Sense-dommen at *«forbudet mot innsidehandel er at en sikker, ordnet og effektiv handel i verdipapirmarkedet»*. Både den mulighet for innsidehandel som er til stede, og det faktum at slik handel foregår. Handel med innsideinformasjon vil være med

⁵² NOU 1996:2 pkt. 1.3.1

⁵³ Direktiv 2003/6/EF

⁵⁴ Mydske (2006) pkt. 7.1.1.1 s. 92. I motsetning til de europeiske innsidereglene, er de amerikanske hensynene å gi investorbeskyttelse.

på å svekke denne tilliten og dermed at verdipapirmarkedet mister sin funksjon. Dette vil igjen svekke markedet som finansieringskilde for næringslivet.⁵⁵

Det er slik at uttalelsen fra dommen retter seg mot innsidehandel generelt og ikke bare mot aksjer. De hensyn som gjøres gjeldene for aksjer må også gjøres gjelde for innsidehandel med obligasjoner ettersom begge er omsettelige verdipapirer. Obligasjonsmarkedet og aksjemarkedet er to svært viktige marked og viktig for samfunnsøkonomien.⁵⁶ Tillitsbrudd er sentralt i dommen, noe som også trekkes frem i Rt-2013-946. Der refereres det til Sense-dommene ved misbruk av opplysninger som ikke er «*offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet*» og at kjøp av aksjer vil undergrave tilliten til verdipapirmarkedet.⁵⁷ Jeg mener at dette er sentralt både for aksjer og obligasjoner, ettersom tilliten til verdipapirmarkedet vil reagere nokså likt dersom denne blir brutt.

Et velfungerende papirmarked skaper tillit til markedet og skaper finansiell stabilitet. Målsettingen til verdipapirmarkedet er å sikre en trygg markeds plass for handel av finansielle instrumenter. Verdipapirmarkedet er ment som en kapitalkilde for næringslivet og grunnlag for investeringsvirksomhet.⁵⁸

Tillit er et nøkkelbegrep i finansmarkedsreguleringen, hvor et av de viktigste formålene er å sikre tilliten til verdipapirmarkedet. Tillit er grunnleggende for et velfungerende marked. Fravær av dette vil både kunne føre til at aktørene trekker seg ut av markedet og at gjenværende aktører krever en ekstra risikopremie for å fortsatt handle i markedet. Reguleringen av verdipapirmarkedet har som formål å opprettholde den nødvendige tilliten.⁵⁹

Det kreves at aktørene i markedet har den nødvendige *tilliten* til at de plasseringer som blir foretatt, ikke vil berike andre på deres bekostning.⁶⁰ Obligasjonsmarkedet er et svært viktig verdipapir, ettersom det er en effektiv måte å innhente kapital. Mister aktørene tilliten til mar-

⁵⁵ Rt 2006-1049 avsnitt. 16

⁵⁶ Rt 2013-946 avsnitt. 11

⁵⁷ Rt 2013-946 avsnitt. 21

⁵⁸ Finanstilsynets rundskriv 28/2011 kapittel 3 og 4

⁵⁹ Myklebust (2011) s. 55

⁶⁰ Myklebust (2011) s. 27

kedet vil det kunne få svært negative følger. Det vil kunne føre til at det blir færre aktører og at de heller setter pengene inn i banken enn å kjøpe obligasjonen. Gjør mange nok dette vil for eksempel Aker Solutions få dårligere vilkår for sine obligasjoner. Verdiskapning er at aktørene har den rette *tilliten* til verdipapirmarkedet og dette kommer til uttrykk i vphl § 1-1. Handel på innsideinformasjon er dermed egnet til å svekke tilliten til markedet.⁶¹

I Otrum-dommen⁶² kommer det også frem at *tillit* er et svært viktig og sentralt begrep i finansmarkedsretten og som berører de finansielle instrumentene, retten viser også til Sensedommen.

Tilliten til verdipapirmarkedet har også blitt fremhevet i forarbeidene.⁶³

Det er vanskelig å kunne ha noen sikker oppfatning om hvorvidt reguleringen av innsideinformasjon faktisk bevarer og styrker tilliten i verdipapirmarkedet, og om hvorvidt en eventuell svekkelse av denne tilliten medfører redusert investordeltakelse i markedet.⁶⁴ I en undersøkelse før og etter innføringen av den amerikanske verdipapirlovgivningen i 1933 og 1934 er det blitt hevdet at «*The public has never shown any sights of losing confidence in the stock market because of the existence of insider trading*». ⁶⁵ Undersøkelsen ble gjort på 1930-tallet og innsideinformasjon hadde en annen økonomisk ramme den gangen enn det den har i dag. Informasjonsstrømmen er raskere enn tidligere, med tanke på TV og internett, noe som medfører at informasjonen derfor kan utnyttes på en annen måte. Undersøkelsen som ble foretatt kan dermed ikke uten videre overføres til dagens forhold, og synes å ha en begrenset verdi.

⁶¹ Rt. 2013-946 avsnitt. 21

⁶² Rt. 2007-275 avsnitt. 10

⁶³ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005), Ot.prp.nr. 80 (2001-2002) og NOU 1996:2

⁶⁴ Sæbø (1995) s. 34

⁶⁵ Sæbø (1995) s. 35 med henvisning til Manne, 23 Vand L Rev 547, 577 (1970)

4 Rettslige konsekvenser av at det foreligger innsideinformasjon.

4.1 Nærmere om forbudsreglene

Innsideinformasjon er et koblingsord som er relevant for plikt og forbudsreglene som handelsforbudet, informasjonsplikten, taushetsplikt og blant annet listeføringsplikten. I det følgende skal jeg se nærmere på konsekvenser av at det foreligger innsideinformasjon hos aktørene i obligasjonsmarkedet. Reglene berører både utstederen av obligasjonene og investorene seg imellom.

Direktivet av 2003/6/ EF definerer i art. 1 nr. 1 begrepet «*innsideinformasjon*». Definisjonen av innsideinformasjon utfylles av kommisjonsdirektivene som et koblingsbegrep som utløser de ulike rettsregler; handleforbud i art. 2, taushetsplikt, rådgivningsforbud og forbud mot tilskyndelse til handel i art. 3 samt informasjons- og listeføringsplikt i art. 6.⁶⁶

4.1.1 Informasjonsplikten for aktørene i obligasjonsmarkedet.

Det følger av vphl § 5-1 (1) at loven gjelder for utstedere som er notert eller søkt notert på norske regulerte markeder. Videre følger det for de børsnoterte obligasjoner at også Oslo Børs sine egne obligasjonsregler kommer til anvendelse. Disse inneholder regler om informasjonsplikten for utstedelse av børsnoterte obligasjoner.⁶⁷

Investorene krever i større grad at selskaper som utsteder obligasjoner er underlagt informasjonsplikt. Det viser seg spesielt blant «*high yield-obligasjonslån*» ettersom risikoen er høyere. Investorene ønsker i større grad at alle obligasjoner skal bli notert på børs.⁶⁸

⁶⁶ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 22

⁶⁷ Obligasjonsreglene på Oslo Børs

⁶⁸ Det norske rentemarkedet s. 8 – lenke: <http://www.eiendoms kreditt.no/upload/Det-norske-obligasjonsmarkedet---effektivt-og-fleksibelt-marked-for-innhenting-av-kapital.pdf>

Det er viktig at aktørene i markedet har tilstrekkelige opplysninger når de skal handle obligasjoner og at det settes riktig markedspris. Ved handel av obligasjoner vil det kunne utløse informasjonsforpliktelse som vil kunne påvirke kursen. Det er derfor behov for regler om informasjonsplikten, som følger av vphl kap 5.

(i) Informasjonsforpliktelse for noterte obligasjoner.

Bestemmelsen i vphl. § 5-2 (1) angir at «*utsteder skal (...) offentliggjøre innsideinformasjon*»

Obligasjonene som er notert på Oslo Børs må straks offentliggjøre «*innsideinformasjon*» etter reglene i vphl 5-2 om løpende informasjonsforpliktelse, samt Oslo Børs sine egne obligasjonsregler.⁶⁹ En ønsker å oppnå at informasjonen skal komme raskt og korrekt ut til markedsplassen. Dette er viktig for å skape tillit til markedet og med det oppnå et velfungerende marked.

Tidspunktet for når informasjonsforpliktelsen inntre reguleres i form av uttrykket «*uoppfordret og umiddelbart*» og skal dermed offentliggjøres så raskt som mulig. Etter en naturlig språklig forståelse må det bety at reglene om tidspunktet for offentliggjøringen må tolkes streng.

Hensynet bak regelen er at informasjonene skal gi riktig kursfastsettelse for de noterte obligasjonene og derfor bør informasjonsforpliktelsen inntre på et tidlig tidspunkt. Det er også viktig for å sikre at ulovlig innsidehandel ikke skal forekomme.⁷⁰ Dette er avgjørende for kursfastsettelsen som nevnt i punkt 2.2 ovenfor om «*Efficient Capital Market Hypotesis*». Videre følger det av børsklagenemdas avgjørelse i Intex-saken at en må tolke informasjonsforpliktelsen strengt.⁷¹ Dette for å beskytte markedsaktørene og bidra til korrekt prisfastsetting på obligasjonen.⁷²

⁶⁹ Selskapsrett s. 24

⁷⁰ Myklebust (2011) s. 304

⁷¹ Børsklagenemndens vedtak av 16. april 2013 Intex Resources ASA punkt 9.2

⁷² NOU 1996:2 pkt. 2.5.3.1

Videre blir så spørsmålet om hva som forstås med at informasjonen «*direkte angår utstederen*».

Hva som følger av «*direkte angår*» er foretakets plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon som «*direkte angår utsteder*». Det avgjørende er at opplysningene har en betydning for kursen hos selskapet. En nærmere vurdering av hva som «*direkte angår utstederen*» må gjøres etter en konkret vurdering.⁷³ Når det gjelder hva som «*direkte angår*» selskapet, er det ikke ment at det er de allmenne opplysningene selskapet skal informere om. Til tross for at allmenne opplysninger vil kunne påvirke selskapet, vil det ikke innebære en forpliktelse da opplysningene ikke angår selskapet direkte. Et eksempel kan være opplysninger om krigssituasjonen på Krim, som må anses å være allmenn kjent. Selskapet er således ikke forpliktet til å informere markedet om slike hendelser. Det vil imidlertid eksempelvis kunne være innsideinformasjon om en ansatt i et selskap via kilder i Norges Bank har kjennskap til at renten skal nedjusteres. Dette vil ikke selskapet være pliktig til å informere om, da dette ikke er selskaps-spesifikke opplysninger, men det følger like fullt et handelsforbud.

4.1.2 Innsidehandelsforbudet

Forbudet mot å handle finansielle instrumenter og i dette tilfelle obligasjoner, vil inntreffe for den som besitter innsideinformasjon, det fremgår av vphl. § 3-3 (1). Det foreligger et forbud mot «*tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse*». Forbudet retter seg mot *misbruk* av innsideinformasjon som er ulovlig jf. vphl § 3-3 (2).⁷⁴

Handelsforbudet gjelder for den som har innsideinformasjon. Videre gjelder regelen kun handel med finansielle instrumenter som er noterte og som har kurspåvirkende effekt, se kapittel 6. Besitter en investor innsideinformasjon på obligasjon A, er det ikke et forbud å handle obligasjoner B, forutsatt at det ikke berøres av samme informasjon.⁷⁵

⁷³ Finanstilsynets Høringsnotat 2005 punkt 3.2.2.3

⁷⁴ Myklebust (2011) s. 357

⁷⁵ Myklebust (2011) s. 357

For det første er marked avhengig av tillit.⁷⁶ Det oppstilles ikke noe krav om årsakssammenheng ved innsidehandel.⁷⁷ Det vil si at dersom en aktør har bestemt seg for å handle, før aktøren får rede på innsideinformasjon, må investoren uansett avstå fra handelen. Dette gjenspeiles i Aker Drilling saken,⁷⁸ der administrerende direktør hadde bestemt seg for å handle før innsideinformasjonen forelå. Handelen ble gjort etter at innsideinformasjonen forelå, og selv om han på et tidligere tidspunkt hadde planer om å handle obligasjoner i Aker Drilling, må han på det tidspunktet avstå fra å handle. Innsidehandelsforbudet har dermed fått virkning.

For det andre gjelder også forbudet å tilskynde andres handel. Det vil si at å oppfordre andre til å handle, også rammes av forbudet. Det motsatte er at om en unnlater å handle på informasjonen vil en ikke rammes av forbudet, man kan rammes av rådgivningsforbudet jf. § 3-7.⁷⁹

Eksempelvis vil det ikke være forbudt om en eller flere samarbeider om et oppkjøp av aksjer og at dette vil være med på å presse prisen opp.⁸⁰ Selv om obligasjonseiere ikke er kjent for markedet må det være lov å samarbeide om oppkjøp av obligasjoner. Om en handler på innsideinformasjon eller ikke, må bero på en konkret vurdering.⁸¹

4.1.3 Tilbørlig informasjonshåndtering og taushetsplikt

Vphl § 3-4 første ledd oppstiller taushetsplikt om innsideinformasjon: «*Den som har innsideinformasjon må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende*». Bestemmelsen gjelder for alle som sitter på innsideinformasjon, uavhengig om en har tilknytning til selskapet eller ikke. Formålet er å sikre at ingen aktører får innsideinformasjon før andre.⁸²

Når det gjelder innsideinformasjon som har tilknytning til selskaper notert på Oslo Børs, utløses det et sett med regler som har til formål å sikre en trygg markeds plass. Taushetsplikten har

⁷⁶ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 27

⁷⁷ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 29

⁷⁸ Rt. 2013-946

⁷⁹ Myklebust (2011) s. 358

⁸⁰ Myklebust (2011) s. 359

⁸¹ Myklebust (2011) s. 359

⁸² Myklebust (2011) s.559

en relativt viktig rolle i denne sammenheng. Taushetsplikten skal ikke hindre informasjonsutveksling til personer med et begrunnet behov for opplysningene.⁸³

Videre blir det et spørsmål om hvem som er «uvedkommende» når det gjelder å ha rett på informasjonen. Et viktig moment som trekkes frem, er at taushetsplikten ikke skal være til hinder for at de som har behov for informasjonen får den.⁸⁴ Det følger også av forarbeidene at «*Taushetsplikten skal ikke hindre informasjonsutveksling til personer med et begrunnet behov for opplysningene*».⁸⁵ Dette kan være personer som utsteder, meglere eller advokater som er med i prosessen når en obligasjon gjøres klar for salg på markedet. Opplysninger må kunne gis både til myndigheter og til Børsen.

EU-Direktivet 2003/6/EF gir en større avgrensning enn den norske når det gjelder taushetsplikt og hvem som kan tildeles innsideinformasjonen. Det er kun akseptert å gi informasjon når det er innenfor vedkommens arbeidsområde.⁸⁶ Kredittilsynet gav en uttalelse om taushetsplikten: «*fokuserer på avsenders legitime grunner til å meddele andre innsideinformasjon, mens det etter norsk rett i større grad fokuserer mot mottakeren av opplysningen*». Det ble antatt at bestemmelsen i verdipapirhandelloven i det vesentlige var i samsvar med hverandre.⁸⁷

Etter vphl § 3-4 (2) følger det en plikt til å utvise «*tilbørlig aktsomhet*» ved håndteringen av innsideinformasjon. Dette betyr blant annet at informasjonen må oppbevares på en sikker måte, slik at ikke uvedkommende får tak i informasjonen.⁸⁸

⁸³ Rt. 2012-761 avsnitt (22), (24)

⁸⁴ Myklebust s. 360

⁸⁵ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 41

⁸⁶ Rt. 2012-761 avsnitt (28), (29)

⁸⁷ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 32 og 35

⁸⁸ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 35

4.1.4 Listeføringsplikten

Etter vphl § 3-5 følger det en plikt fra utstederen «å sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon». Listeføringsplikten kan oppstå når selskaper inngår avtaler om oppkjøp. Dette vil omfatte personer som ansatte, tillitsvalget og andre som har tilknytning til obligasjonen eller instrumentet som omfattes. Dette for at innsideinformasjon ikke kommer uvedkommende i hende. Listeføring er ment som et preventivt middel som skal forhindre innsidehandel.⁸⁹ Det vil videre være et hjelpemiddel for myndighetene dersom de har mistanke om at innsidehandel foreligger.

4.1.5 Rådgivningsforbudet

Det følger av rådgivningsforbudet at den som sitter på innsideinformasjon «ikke skal gi råd om handel» jf. vphl. § 3-7. Forbudet retter seg mot enhver som har slik informasjon i sin besittelse eller burde vite at han innehar slik informasjon. Forbudet må sees i sammenheng med vphl § 3-3 om forbud mot tilskyndelse til handel som er foretatt av den som sitter på innsideinformasjon.⁹⁰

4.1.6 Rapporteringsplikt ved mistenkelige transaksjoner

Det følger av vphl § 3-11 at det skal rapporteres til finanstilsynet hvis det foreligger «rimelig grunn til mistanke» om handel med innsideinformasjon. Rapporteringsplikten gjelder for alle finansielle instrumenter. Dette følger også av markedsmisbruksdirektivets art.6 nr. 9 som uttrykket: «*reasonably suspects*».⁹¹ Om en aktør har mistanke om at innsidehandel foreligger skal han rapportere dette snarest.

Forarbeidene har stilt spørsmålet om hvem rapporteringsplikten skal gjelde for. Det er nødvendigvis ikke hensiktsmessig å pålegge ytterligere personer meldeplikt, det vil si de som ikke yter direkte konsesjonsplikt eller investeringstjenester i sitt virke. Det fremgår at de som

⁸⁹ Myklebust s. 361

⁹⁰ Myklebust (2011) s. 361

⁹¹ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 87

skal ha rapporteringsplikt etter vphl § 3-11 er de som gjennomfører eller tilrettelegger obligasjoner i sitt forretningsmessige virke. Rapporteringsplikten gjelder således kun for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.⁹² Direktivet 2004/39/EF definerer at også en investeringsrådgiver er å anse som konsesjonspliktig.

Det vil oppstå rapporteringsplikt for selskapet og virksomhetens ansatte når det «*foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel*». Når det gjelder «*rimelig grunn til mistanke*» kan det ikke forstås strengt, og det oppstilles ikke noe krav om sannsynlighetsovervekt for at plikten skal utløses. Den som skal gjennomføre en transaksjon, må fratre dersom den ansatte forstår eller burde forstå at en medvirker til overtredelse av innsidereglene. Om det foreligger «*rimelig grunn til mistanke*» må gjøres etter en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle.⁹³

Når det gjelder tilknytningskravet i vphl § 3-11 (1) «*i tilknytning til*» uttaler finanstilsynet⁹⁴ at Rapporteringsplikten vil dermed kunne oppstå tidlig i en prosess ved gjennomføringen av en transaksjon.

⁹² Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 90

⁹³ Finanstilsynets rundskriv 28/2011 pkt. 10.5

⁹⁴ Finanstilsynets rundskriv 28/2011 pkt. 10.4

5 Nærmere om definisjonen av innsideinformasjon

5.1 Lovens ordlyd og fremstillingen videre

Vphl § 3-2 (1) definerer innsideinformasjon vedrørende finansielle instrumenter, slik de er definert i § 2-2, med unntak av varederivater. ordlyden følger:

«Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet».

Lovens virkeområde er ut ifra dette lik for både aksjer og obligasjoner slik det er definert i lovteksten. Bestemmelsens annet og tredje ledd utdyper definisjonene i første ledd, med kravet «*presise opplysninger*» og vilkåret «*egnet til å påvirke kursen (...) merkbart*».

I den videre fremstillingen skal jeg se nærmere på hva som menes, etter annet ledd, med «*presise opplysninger*». Kapittel 6 vil deretter gå videre med å se på innsideinformasjonens kurspåvirkningspotensiale, derav vilkåret om at informasjonen må være «*egnet til å påvirke kursen (...) merkbart*». Kapittel 7 vil så drøfte vilkåret om at opplysningene ikke er «*offentlig tilgjengelig eller allment kjent*».

5.1.1 Innledende bemerkninger

Begrepet «*innsideinformasjon*» er satt som vilkår i flere ulike typer regler, og det kan derfor oppstå tvil om begrepet i så henseende skal tolkes likt i alle sammenhenger. Johan Svedberg har i en artikkel utgitt av Tidsskrift for Forretningsjus i 2007 diskutert om hvorvidt dette rettsvilkåret skal tolkes ulikt, etter hvilken rettsvirkning som gjør seg gjeldende, eller likt, ettersom vilkåret er legaldefinert. Svedberg konkluderer at legaldefinisjonen bør tolkes på samme måte, uavhengig av hvilken rettsvirkning som utløses.

5.2 **Vilkåret om «presise opplysninger»**

Det første vilkåret i definisjonen av vphl § 3-2 (1) er at det må foreligge «*presise opplysninger*» som omfatter de finansielle instrumentene, utstederen eller andre tilknyttede forhold. Vilkåret er et av tre hovedvilkår som følger av loven.

«*Presise opplysninger*» som er å anse som innsideinformasjon kan være kunnskap om endringer i rating, et mulig oppkjøp eller endringer i kredittrenten. Også opplysninger som ikke direkte angår selskapet vil kunne være opplysninger som er å anse som innsideinformasjon og vil kunne påvirke obligasjonskursen. Hvem som er kilden til informasjonen vil ha betydning for troverdigheten av informasjonen.

I forhold til opplysningens art antyder første ledd at ikke alle former for opplysninger er å anse som innsideinformasjon. Legger man en alminnelig språklig tolkning til grunn bør informasjonen være objektivt nøyaktig og dens innhold av konkret karakter.⁹⁵ Dette tilsier dermed at informasjon som kan karakteriseres av å mangle objektive holdepunkter, slik som rene antagelser, rykter eller spekulasjoner, faller utenfor lovbestemmelsen.⁹⁶ Dette vil drøftes nærmere i 5.2.1. Relevante opplysninger som faller inn under betegnelsen vil eksempelvis for obligasjoner være informasjon om at et selskap som har tatt opp et obligasjonslån befinner seg i en svak økonomisk situasjon og derav kan true obligasjonseierens krav på utbetalinger.⁹⁷

Det kan bemerkes at informasjonen ikke kan kreves å være korrekt. Opplysninger som fremtrer som presis, men som objektivt sett ikke er det, kan likevel være kurspåvirkende.⁹⁸

Grensedragningene i intervallet mellom konstaterbare fakta og informasjon uten objektive holdepunkter kan i faktiske saker være vanskelig å avgjøre om hvorvidt er «*presise*» eller ikke. Definisjonen i markedsmisbruksdirektivet krever en viss sannsynlighetsovervekt, en tilknytning til virkeligheten, for at informasjonen er presis.⁹⁹ Den norske lovteksten er her

⁹⁵ Svedberg punkt 3.3.2

⁹⁶ NOU 1996: 2 s.56 Se. Svedberg pkt. 3.3.2

⁹⁷ Myklebust s. 355

⁹⁸ Reed (1996) s.126

⁹⁹ Bergo (2008) s. 272

mindre streng. Som et eksempel på slike grensdragninger kan en trekke frem Daimler-dommen fra EU-domstolene.

Den 8. juni 2012 tok EU-domstolen prejudisielt stilling til to problemstillinger forbundet med at administrerende direktør i Daimler vurderte å trekke seg før åremålet var utløpt. Dommen omhandler i hovedsak informasjonsplikten og når den inntreffer, men tok av den grunn opp spørsmålet om hva som er å anse som «*presise opplysninger*» under en uavklart prosess. EU-domstolen kom frem til at det foreligger «*presise opplysninger*», selv under en prosess som ikke er blitt avklart.¹⁰⁰ Domstolen la her vekt på at et foreløpig steg i en prosess kan være «*presise opplysninger*» og dermed innsideinformasjon. Dette begrunnes med at en annen løsning vil kunne undergrave de hensyn som gjelder for innsideinformasjon og informasjonsplikten. Aktørene i markedet vil kunne miste markedstilliten. Norsk rett er per i dag ikke påvirket direkte av domsavgjørelsen. Likevel ble Daimler-dommen trukket frem under et vedtak gjort av Oslo Børs 30. januar 2013, som ble omgjort av børsklagenemda. Vedtaket omhandlet selskapet Intex Resources ASA. Her presiserte børsstyret at opplysninger, også her om pågående prosesser i selskapet, var tilstrekkelig presise i en forhandlingssituasjon når det er en «*realistisk mulighet for å nå enighet*».¹⁰¹ Sistnevnte punkt om sannsynlighetsgraden vil jeg relatert til Daimler-dommen trekke frem senere i avhandlingen.

5.2.1 Forståelsen av «*presise opplysninger*» i nærmere tilknytning til rykter og spekulasjoner

For at opplysninger skal kunne kvalifiseres som innsideinformasjon må kriteriet om at opplysningene er presise, slik drøftet i det foregående avsnittet, være oppfylt. Dette tilsier en avgrensning mot rykter og spekulasjoner. Likevel bør det sees nærmere på en slik avgrensning, da informasjon med kurspåvirkningspotensiale vil kunne oppstå fra rykter. Opplysninger med mangel av objektive holdepunkter og ofte fra usikre kilder, kan i så fall påvirke obligasjonskursen.

Om opplysninger innehar et kurspåvirkningspotensiale, vil etter min mening avhenge av

¹⁰⁰ Case C/19-11 Markus Geltr v Daimler AG avsnitt 38.

¹⁰¹ Børsstyrets vedtak av 30. januar 2013 *Intex Resources ASA* punkt 8.1

hvem som gir opplysningen. Kilden, eller markedsposisjonen en opplysning kommer fra, vil ha betydning for troverdigheten til informasjonen som blir gitt. Dette vil påvirke investorens oppfatning av opplysningens sikkerhet. I den grad rykter og spekulasjoner stammer fra en usikker kilde, og derfor ikke anses som ikke troverdig, vil trolig opplysningene ikke være egnet til å være «*presise*» nok til å etablere innsideinformasjon.¹⁰² Det sentrale vil således være hvordan informasjonen fremstår for mottakeren i lys av hvor opplysningene kommer fra og hvordan opplysningene blir gitt. Man bør kunne anta at en alminnelig fornuftig investor vil vektlegge informasjonen fra en direktør i et rating selskap, mer enn informasjon fra en usikker og anonym kilde på internett.

Selve grensedragningen i forhold til hva som faktisk er rykter og spekulasjoner er snever. En direktør i et børsnotert selskap som opplyser at resultatet i bedriften *vil bli bedre* enn det markedet forventer, vil være en presis angivelse av kurssensitiv informasjon, selv om opplysningen ikke er eksakt med tanke på hvor godt resultatet vil bli.¹⁰³ Ved slike avgrensninger legger man i amerikansk rettspraksis vesentlig vekt på hvordan opplysningene mottas, og om innholdet er mer spesifikt enn generelt. I engelsk rett vurderes det om innsideren *kan* innrette seg på at informasjonen er korrekt. Videre vil en ellers «*presis*» opplysning anses som et rykte hvis opplysningens kilde er ukjent eller at troverdigheten er lav, i henhold til opplysningens sikkerhet som nevnt i forrige avsnitt.¹⁰⁴

Jeg mener at en ikke kan utelukke at rykter og spekulasjoner kan ha stor påvirkning på kursen rent faktisk, og at en streng avgrensning kan være uheldig. Hvem som er kilden til informasjonen er av stor betydning og det er viktig å vektlegge hvor informasjonen kommer fra. Én og samme opplysning kan etter min mening ha ulik troverdighet og videre kurspåvirkningspotensial i forhold til hvem som uttaler den. Også sterke posisjoner kan således utnyttes. Lovens avgrensning om at rykter og spekulasjoner ikke utgjør innsideinformasjon er nok i sin helhet korrekt, men det er viktig å se på hvor informasjonen kommer fra. Likevel ville man uten et

¹⁰² Reed (1996) s. 123

¹⁰³ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 26

¹⁰⁴ Sæbø (1995) s. 154

slikt kriterium begrense investorenes adgang til å kunne handle og svekke markedets funksjonalitet.¹⁰⁵

Grensen mellom presise opplysninger i verdipapirhandelens forstand og informasjon uten objektivt belegg, er vanskelig å trekke kun på basis av tolkning av ordlydens uttrykk «*presise opplysninger*». Bestemmelsens annet ledd vil i så henseende kunne definere nærmere hva uttrykket «*presise opplysninger*» bygger på.

5.3 Nærmere om forståelsen av «*presise opplysninger*» i § 3-2 (2)

Definisjonen i vphl § 3-2 (2) er ment å implementere Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art. 1 nr. 1, markedsmissbruksdirektivet.¹⁰⁶ Med «*presise opplysninger*» menes opplysninger som «*indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe*» og som er «*tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen*». Jeg vil først ta for meg vilkåret om hva som er «*tilstrekkelig spesifikt*»

5.3.1 Nærmere om vilkåret til «*tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen*»

Hva som menes med «*presise opplysninger*» og dets objektive vilkår er definert i vphl § 3-2 (2). Vilkalet om opplysningene er «*tilstrekkelig spesifikke*» er formulert: «*tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen (...) på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene*».

Annet ledd oppstiller et krav om at opplysningene må være av en viss nøyaktighet, klarhet og troverdighet for å anses tilstrekkelig presis.¹⁰⁷ Vilkårene betegner således et krav til informa-

¹⁰⁵ Reed (1996) s. 125

¹⁰⁶ Norsk lovkommentar vphl. § 3-2 note. 48

¹⁰⁷ Reed (1996) s. 123

sjonens objektivitet, og presiserer avgrensningen mot rykter og spekulasjoner. Det er likevel ikke et krav om at opplysningene nødvendigvis er detaljerte eller dokumenterte. Det sentrale er således at så lenge det kan trekkes en slutning om at opplysningen kan påvirke kursen, så er den tilstrekkelig «*presis*». Det tidligere nevnte eksempelet om direktørens antagelser om forventede gode resultater er igjen tilstrekkelig «*presis*» til at en investor kan handle på bakgrunn av denne informasjonen, og dermed handle på innsideinformasjon. Generelle rykter om selskapets mulige resultat, uten en nærmere identifisert kilde, kan vanskelig sies å være «*presis*» i lovens forstand.¹⁰⁸

Det understrekes at det med nøyaktighet ikke menes at en opplysning nødvendigvis må være fullstendig. Så lenge innsider besitter genuint kurssensitiv informasjon om renteendringer som skiller seg fra rykter eller generelle markedsforventninger, så bør innsidehandelsforbudet komme til anvendelse. Opplysningens potensiale for misbruk bør således veie tyngre enn opplysningens innhold i seg selv. En slik vekting vil ikke nødvendigvis fungere de lege lata, da ufullstendige eller ikke eksakte opplysninger, neppe kan betegnes som presise.¹⁰⁹

Videre når det gjelder vilkåret «*tilstrekkelige spesifikke*» kom det til uttrykk i CESRs rådgi-vende uttalelser at:

*«A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at a very low) risk or when it is likely to be exploited immediately on the market».*¹¹⁰

Opplysningene vil etter CESRs uttalelse være «*tilstrekkelig spesifikke*» om en investor med opplysningen vil lide liten eller ingen risiko, ved å ta en investeringsbeslutning basert på informasjonen som foreligger, eller om informasjonen umiddelbart vil utnyttes av markedet. En slik standard for bedømmelsen av en opplysningens «*presise*» egenskaper vil kunne forhindre misbruk av informasjonsfortrinn i markedet.

¹⁰⁸ NOU 1996:2 punkt 4.4.2.1

¹⁰⁹ Sæbø (1995) s. 155

¹¹⁰ CESR 02-089d pkt. 20

Rådende oppfatning er likevel at det er selve innholdet av opplysningen som må være presis.¹¹¹

Når en skal vurdere om en opplysning er presis og derav dens mulige kurspåvirkning, bør likevel også forhold som hvem som er kilden til informasjonen og hvem som mottar den være avgjørende. Troverdigheten rundt en opplysning er i stor grad et resultat av hvem informasjonen kommer fra og kan videre si noe om opplysningen er et rykte eller en spekulasjon. Rykter har ofte etter sitt innhold en kurspåvirkningskraft nettopp fordi rykter i seg selv er formidlede opplysninger. Skillet mellom et rykte og en «*presis opplysning*» er derfor kun usikkerheten rundt dets troverdighet, ofte på grunn av at ryktets opprinnelige kilde er ukjent.¹¹² Når kilden til et rykte, altså en videreformidlet opplysning med kurspåvirkningspotensiale, blir gjort kjent, vil man også kunne tenke seg at opplysningen blir mer presis.¹¹³

Videre vil kildens nærhet til det grunnlaget opplysningen baserer seg på, eksempelvis selskapet som utsteder en obligasjon, være av betydning. Det finnes per i dag ingen dommer som omhandler dette når det gjelder obligasjoner, men ettersom obligasjoner i likhet med aksjer skal behandles likt av loven, kan en trekke frem et eksempel relatert til aksjer.

I RG-2004-676 Nagell-Erichsen-dommen, fant retten at det forelå opplysninger som måtte være å anse som presise. Dette ble begrunnet med at angiveren bidro, gjennom sin nære posisjon som finansrådgiver, til å øke opplysningens grad av sikkerhet. Den tiltalte i saken handlet så på denne informasjonen. Retten la til grunn at de opplysningene som tiltalte hadde, fremsto som konkrete og ble gitt fra «*en kjent finansrådgiver*» som «*utgav seg for å representere - og som faktisk representerte den industrielle aktøren*». Informasjonen var derfor å anse som sikker.

Når det gjelder hvor «*presis*» en opplysning er, vil formidlingskjeden være av betydning, altså hvor mange ledd opplysningen har vært gjennom. Som tidligere presisert i avhandlingen må

¹¹¹ Reed (1996) s.123

¹¹² Reed (1996) s.126

¹¹³ Reed (1996) s.127

det tolkes ulikt om en får innsideinformasjon, med kurspåvirkende effekt relatert til obligasjonen, om den kommer fra direktøren eller tasisjåføren. Dette til tros for om opplysningens innhold er det samme. I Otrum-dommen fra lagmannsretten¹¹⁴ uttalte retten seg om at «*en opplysning kan (...) miste en del av sitt konkrete innhold når den føres videre i flere ledd, og (...) ende som et rykte uten presis innhold eller noe kilde*».

Når det gjelder mottakeren av informasjon, vil det ha betydning om han er egnet til å vurdere sannhetgraden av opplysningen. En viss veiledning til å bedømme dette kan en få hvis en knytter det opp mot markedsrisikoen en investor er villig til å ta basert på opplysningen.¹¹⁵

Ved vurdering av markedsrisiko er det flere faktorer som spiller inn. Investorens kunnskap om selskapet og markedet er viktig, i tillegg aktørens kunnskap og egne erfaringer.¹¹⁶ Etter-som tillit er et sentralt hensyn i verdipapirmarkedet, må det i rettsanvendelsen foretas en konkret vurdering i relasjon til vphl § 3-2 (2). I enkelte tilfeller kan samme opplysning omfattes av lovbestemmelsen, mens den i andre tilfeller kan falle utenfor. Det sentrale bør være opplysningens misbrukspotensiale i markedet, relatert til både angiver og mottaker, og ikke nødvendigvis opplysningens reelle innhold i obligasjonen.¹¹⁷

5.4 Nærmere om begrepet «indikerer»

Den foregående drøftelsen bemerker at kurspåvirkende informasjon som kvalitativt skiller seg fra rykter, spekulasjoner eller generelle markedsforventninger må kvalifiseres som innsideinformasjon. Opplysningen behøver ikke å være detaljert, korrekt eller dokumentert. Det avgjørende er at informasjonen er tilstrekkelig til at en investor vil kunne handle på bakgrunn av den.¹¹⁸

¹¹⁴ LA-2006-42810

¹¹⁵ Reed (1996) s.129

¹¹⁶ Reed (1996) s.129

¹¹⁷ Svedberg (2007) pkt. 3.3.3

¹¹⁸ Finanstilsynets rundskriv 28/2011 pkt. 3.3.1

Lovbestemmelsen setter videre et vilkår om at opplysningen er presis når den «indikerer» at én eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet, eller med rimelig grunn kan forventes å ville inntreffe. Ved tolkningen av bestemmelsens ordlyd i «indikerer» ser man at vphl § 3-2 (2) ikke harmoniserer med definisjonen i Kommisjonsdirektiv 2003/124/EC art. 1 nr.1, som den er ment å implementere. I direktivets ordlyd «indicates» kan en bemerke at opplysningene omhandler forhold som eksisterer eller med rimelig grunn forventes å inntre. Den norske ordlyden tolkes som at opplysningene «indikerer» at visse begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å inntreffe.¹¹⁹ En alminnelig språklig forståelse av lovbestemmelsen vil være at de bestemte opplysningene må antyde eller påpeke at noe har skjedd eller vil komme til å skje.

Opplysningene er ikke ment å være uttømmende eller fullstendige. Det avgjørende vil således fortsatt være om den aktuelle opplysningen er tilstrekkelig «presis» til å vurdere dens mulige kurspåvirkning. «Indikerer» vil av den grunn bare virke presiserende på dette kravet. I den tidligere nevnte Nagell-Erichsen-saken ble også «indikerer» tolket. Opplysningene som domfelte mottok var for retten å betrakte som innsideinformasjon, da de ikke fremsto som rykter eller markedsforventninger. Opplysningene var likevel verken uttømmende eller fullstendige.¹²⁰

Det vil være hensiktsmessig å videre kort drøfte opplysningenes materielle innhold etter lovbestemmelsens annet ledd.

«Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe (...)»

(i) Indikerer at flere «omstendigheter eller begivenheter» har inntruffet.

Opplysningen må omhandle «omstendigheter» eller «begivenheter», begge vidtfavnende begrep og bestemmelsen har således et bredt nedslagsfelt. Såfremt lovens øvrige vilkår er opp-

¹¹⁹ Bergo (2008) s. 266 og Norsk lovkommentar vphl §3-2 note. 48

¹²⁰ RG. 2004-676

fylt, vil det være vanskelig å kunne avgrense et forhold i henhold til denne ordlyden.¹²¹ Eksempler på omstendigheter som for obligasjoner, lik som for aksjer, kunne skape innsideinformasjon, kan være oppkjøpstilbud eller et selskaps likviditet.

Bestemmelsen omfatter for det første de «*omstendigheter*» eller «*begivenheter*» som har inntruffet og vil således være enkelt å konstatere. For det andre vil opplysninger om forhold som ennå ikke har inntruffet, men som «*med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe*» kunne betraktes som innsideinformasjon.¹²² For eksempel vil endring av obligasjonens løpetid kunne betraktes som en begivenhet som kan forventes å ville påvirke kursen.

(ii) *Har inntruffet eller med «rimelig grunn» kan ventes å ville inntreffe.*

Skal en tolke uttrykket «*rimelig grunn*» er det nærliggende å tenke seg at det må foreligge en viss sannsynlighet for at forholdet skal inntreffe. Det må likevel bemerkes at dette ikke indikerer at det kreves en sannsynlighetsovervekt for at forholdet skal inntreffe.¹²³ Dette kan videre underbygges av Kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 der formuleringen «*may reasonable be expected*» benyttes.

Det var nettopp problemstillingen om sannsynlighetsgraden som var det andre spørsmålet i Daimler-dommen¹²⁴ som ble trukket frem, se avsnitt 5.2. Spørsmålet var så om uttrykket «*med rimelighed*» i kommisjonsdirektivet krever en overveiende sannsynlighetsgrad for at hendelsen skal inntreffe. Videre drøftet Domstolen om opplysningens kurspåvirkningspotensial også påvirker hvilken sannsynlighetsgrad hendelsen må ha for at opplysningen anses som tilstrekkelig presis. Domstolen fant så at bruken av et slikt rimelighetsbegrep for å beskrive den krevde sannsynlighetsgrad, måtte vurderes i hver enkelte sak. Uttrykket stiller således ikke krav om at hendelsen må ha høy grad av sannsynlighet for å inntreffe. Markedets integritet og beskyttelsen av investorer ville vært skadelidende dersom vilkåret skulle tolkes dithen.

¹²¹ Svedberg (2007) pkt. 3.3.4

¹²² Svedberg (2007) pkt. 3.3.4

¹²³ Gravir (2005) s. 101

¹²⁴ C/19-11 *Daimler*

Domstolen presiserte likevel at opplysninger om forhold som kan betraktes som rent usannsynlige ikke kvalifiserer som «*presise opplysninger*» og derav heller ikke som innsideinformasjon.

Den foregående drøftelsen trekker dithen at innsidebegrepet må tolkes vidt og kan i grunn omhandle enhver omstendighet eller begivenhet såfremt den har inntruffet eller med «*rimelig grunn*» kan forventes å inntreffe. Således vil enhver kurspåvirkende og tilstrekkelig presis opplysning innebære et informasjonsfortrinn, uavhengig av hva opplysningene dreier seg om. Slike opplysninger må av hensyn til markedet reguleres.

6 Opplysningenes kurspåvirkende effekt

6.1 Innledning

Etter ordlyden i vphl § 3-2 (1) oppstilles det et krav om at opplysningen må være «*egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart*». Det oppstilles altså et krav om at det må være *merkbar* kurspåvirkning for at regelen skal komme til anvendelse.

Forhold som er egnet til å påvirke kursen på en obligasjon merkbart kan i utgangspunktet være all informasjon som enda ikke er offentlig tilgjengelig. Ettersom aksjer og obligasjoner etter loven skal behandles likt, bør vurderingstemaet for disse i realiteten ikke være forskjellig. Likevel vil vurderingen om hva som faktisk er innsideinformasjon sjelden være den samme. Kursrelevant informasjon for aksjer er i grunn alt som påvirker selskapets økonomi. For obligasjoner vil tilsvarende informasjon i hovedsak omhandle selskapets evner til å betale renter og avdrag på lånet. Dette er i stor grad informasjon som direkte eller indirekte påvirker låntakers kredittverdighet, og som av den grunn vil være egnet til å påvirke kursen.¹²⁵ Spørsmålet blir således om opplysningen er *egnet* til å påvirke kursen og om kursen så blir påvirket *merkbart*.

Vilkåret om at opplysningen må ha en viss kurspåvirkningseffekt er ytterligere presisert i vphl § 3-2 (3):

«Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning»

Det oppstilles her et ytterligere krav om hva en «*fornuftig investor*» ville ha gjort med hensyn til informasjonen ved en investeringsbeslutning. Det blir dermed et vilkår å se på om opplysningen vil påvirke en investor i sin beslutning. Om det så foreligger en annen holdning hos

¹²⁵ Selskapsrett. s. 24

den fornuftige investor når han skal ta en beslutning om handel med obligasjoner enn om aksjer, er et annet spørsmål.

6.1.1 Ytterligere presisering og videre fremstilling

Ordlyden «egnet til å påvirke kursen (...) merkbart» er i overenstemmelse med bestemmelsen i kommisjonsdirektivet 2003/124/EF art.1 nr. 2, men som tilsynelatende går utover definisjonen i markedsmisbruksdirektivet art. 1 nr. 1, som den er ment å implementere.

I kommisjonsdirektivet art.1 nr. 2 heter det at opplysningen er egnet for kurspåvirkning så lenge det er informasjon «[a] reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions». En slik ordlyd harmoniserer med lovbestemmelsens tredje ledd. Markedsmisbruksdirektivets krav til et «significant» kursutslag vil i så hensende reduseres til fordel for «den fornuftige investors» mulige handling.

Det må av den grunn presiseres at til tross for en slik forskjell, så medfører den ikke et bortfall av kravet til et «significant» kursutslag. Da EU-kommisjonen gjennom kommisjonsdirektiv ikke har hjemmel til definisjonsutvidelser ved såkalte «implementing measures», så kan ikke hensikten heller ha vært å underminere kravet i markedsmisbruksdirektivet.¹²⁶

En vurdering av «egnet til å påvirke kursen (...) merkbart» vil således fortsatt vurderes gjennom den «fornuftige investor-testen», og at kravet til «significant» vil være gjeldende vurderingen.

Ved lovendringene som ble gjort i 2001, tok norske myndigheter med kravet om at opplysningene må være presise og egnet til å påvirke kursen. Dette førte til at Norge fikk Europas strengeste innsideregler. Ved implementeringen av markedsmisbruksdirektivet ble det fra myndighetenes side viktig å videreføre praksis for at det skulle ligne på et vesentlighetskriterium. Markedsmisbruksdirektivet er et fullharmoniseringsdirektiv, og har som formål å sikre

¹²⁶ Svedberg (2007) pkt. 3.4.2 se. også norsk lovkommentar vphl. § 3-2 note. 49

uniforme innsidehandelsregler i Europa, og det fører til at nasjonale regler ikke kan være strengere.¹²⁷

Det strafferettslige legalitetsprinsipp fordrer at den videre drøftelsen fortsatt med utgangspunkt i vphl § 3-2 tredje ledds ordlyd. Dette innebærer i så fall at en opplysning er tilstrekkelig kurspåvirkende såfremt opplysningen er slik at «*en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning*». Hva som menes med denne ordlyden blir det vesentlige i drøftelsen.

Det egentlige vilkåret etter markedsmisbruksdirektivet blir om opplysningen er «*egnet til å påvirke kursen (...) merkbart*», som kan forstås som to underliggende vurderingstemaer for «*fornuftig investor-testen*». Begrepene «*egnet til å påvirke*» og «*merkbart*» vil således drøftes atskilt.

6.2 «Fornuftige investor–testen»

Begrepet fornuftig investor er et internasjonalt kjent begrep, og vi finner dette igjen i markedsmisbruksdirektivet art. 1 nr. 1 som samsvarer med kommisjonsdirektivet av 2003/124/EF.

Ved evalueringen om hvorvidt en opplysning er egnet til å påvirke kursen merkbart, vil det avgjørende kriteriet være om «*den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommende beslutningsgrunnlag*». Det er av loven ikke et vilkår at kursen til det finansielle instrumentet faktisk påvirkes. Vurderingen vil således foretas som om den gjøres «*ex-ante*», på hendelsestidspunktet.¹²⁸

Det kan settes spørsmål om hvorvidt begrepet «*fornuftig investor*» er å regne som en rettslig standard, en begrepsutvidende norm, eller om dette vil kunne underminere lovgivers hensikt med bestemmelsen. Svedberg argumenterte i Tid for Forretningsjus at «*fornuftig investor*» er å regne som en rettslig standard, en objektiv og dynamisk norm. Betraktes den som en stan-

¹²⁷ Norsk kommentar vphl. § 3-2 note. 49

¹²⁸ Børsstyret OBS-2013-1 pkt. 4.1

dard vil den skifte innhold etter enhver gjeldende forståelse av begrepet, og hvor dens objektivitet baserer seg på enten den alminnelige oppfatningen i samfunnet, eller eventuelt den rådende oppfatning hos en bestemt krets av mennesker, eksempelvis aktørene i verdipapirmarkedet.¹²⁹

En rettslig standard kan betegnes som et skjønnsmessig vurderingsgrunnlag for domsavgjørelser i enkeltsaker, der lovens ordlyd i seg selv gir liten veiledning i løsning av rettsspørsmålet.¹³⁰ Om hvorvidt «*fornuftig investor*» utgjør en slik standard er ikke spesifikt diskutert i verken lovens forarbeider, rettspraksis eller juridisk litteratur. Det kan av dette tyde på at ordlyden ikke er ment å fremstå som en rettslig standard.

I så henseende bør man muligens være varsom med å legge til grunn at ordlyden i seg selv gir for liten veiledning for bruk av rettsregelen, og at det derfor var behov for en utvidende rettslig standard, særlig for strafferettens område.¹³¹ Skulle en legge for mye vekt på hva rådende oppfatning er hos en bestemt krets mennesker, gjennom en rettslig standard, så ville vurderingens objektivitet kunne svekkes.

Etter min mening burde en tolkning av bestemmelsens ordlyd gi tilstrekkelig veiledning for løsningen av et rettsspørsmål, og ved rettsanvendelsen må man uansett vurdere dette opp mot opplysningens karakter, i lys av den enkelte saks omstendigheter. Hvordan en alminnelig fornuftig investor ville handlet på bakgrunn av slike opplysninger vil uansett være en skjønnsmessig vurdering. Domstolene vil i så henseende alltid måtte foreta en dynamisk og objektiv vurdering i den enkelte sak. Det å heller skulle vurdere den «*fornuftige investoren*» på bakgrunn av en type *bonus pater familias*, en gjennomsnittlig investor, basert på en bestemt krets mennesker¹³² kan åpne opp for subjektive tolkninger, og syntes etter min mening ikke å være lovgivers hensikt.

¹²⁹ Svedberg (2007) pkt. 3.4.3

¹³⁰ Høgberg (2000) pkt. 8.1 side. 601, med henvisning til Knoph (1948) side 2 og 5

¹³¹ Høgberg (2000) pkt. 8.1 side. 601

¹³² Svedberg (2007) pkt. 3.4.3

Et eksempel fra rettspraksis hvor rettsanvendelsesperspektivet ble misforstått, er TOSLO 2008-184013 «*Nettavisen*». Domspremissene bærer preg av et misvisende bruk av «*fornuftig investor*» ved at den legger til grunn at det er den profesjonelle aktør som har forutsetningene for å fremstå som «*fornuftig*». Dommen ble opphevet av Borgarting lagmannsrett¹³³ og i påfølgende ankesak ble saken forkastet av Høyesterett, som tyder på at lovanvendelse ble anvendt korrekt av lagmannsretten.¹³⁴

Jeg vil altså tolke den «*fornuftige investor*» basert på ordlyden og hvordan den legger grunnlag for rettsanvendelsen.

Det er naturlig å forstå ordlyden «*investor*» som en som plasserer kapital i verdipapirmarkedet, likeså obligasjoner som aksjer. Tolkningen av «*fornuftig*» bør i lys av dette antas at er en rasjonell aktør som tar gjennomtenkte beslutninger ved sine investeringer i finansielle instrument. Lovrevisjonens forarbeider¹³⁵ er i samsvar med CESRs uttalelser til EU-kommisjonen når det gjelder vurderingen på hva som er rasjonell økonomisk opptreden.

«*[a] reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way*».¹³⁶

Videre kan en spørre seg om hvem som er den «*fornuftige investor*». I utgangspunktet kunne man tenke seg termer knyttet opp mot den profesjonelle eller ikke-profesjonelle aktører i et marked. Man må imidlertid være klar over usikkerheten slike termer gjenspeiler og hvem som er fornuftig eller hvem som handler rasjonelt. En profesjonell aktør kan likeså være han som handler hjemme hos seg selv, til selskaper som investerer stort. Uavhengig av hvilken risiko investoren er villig til å ta, er det selve informasjonen de sitter på som er avgjørende. Selv en aktør med liten informasjon vil kunne være en rasjonell og fornuftig investor. Det er således å forstå at ordlyden ikke legger opp til en vurdering av en konkret investor, men heller en objektiv vurdering i henhold til hva som er rasjonelt, og mer avgjørende, hva som «*fornuftig investor*» mener er kursrelevante opplysninger.

¹³³ LB-2009-196723

¹³⁴ Rt. 2012-629

¹³⁵ NOU 1996:2 pkt. 2.4.2

¹³⁶ CESR/ 02-089d punkt 27 note. 1

(i) *Hva er så grunnlaget for investorens investeringsbeslutning.*

Enhver investering vil for investoren bygge på en avveining mellom investorens forventede avkastning fra investeringsobjektet, eksempelvis en foretaksobligasjon, justert for obligasjonens risiko. Usikkerheten investoren har i relasjon til den forventede avkastningen vil være proporsjonal med risikoen.¹³⁷ Følgelig er investeringsbeslutningen fremtidsfokusert etter en antagelse om fremtidig kursutvikling.

Når det gjelder obligasjonshandel med foretaksobligasjoner vil den forventede avkastning regne seg over tid, og vil i stor grad påvirkes av selskapets økonomi og dens mulighet til å betale renter og avdrag.¹³⁸

En fornuftig investor vil således ha mindre muligheter til å høste stor avkastning på kort tid slik som ved aksjer. Allikevel finnes det også muligheter for at det kan foreligge informasjon som gjør det mulig å oppnå høy avkastning raskt også for obligasjoner. Om en «*fornuftig investor*» besitter innsideinformasjon om endringer av rating til et selskap som vil kunne heve eller senke kursen på obligasjonen, vil investoren inneha et fortrinn og muligheten for avkastning ved å selge eller kjøpe i sin investeringsbeslutning.

Den enkelte investor vil angi sine krav om forventet avkastning og sin aksept av risikoeksponering basert på det tilgjengelige informasjonsgrunnlaget,¹³⁹ eksempelvis om selskapets evne til å betale renter og avdrag på sitt lån, dette ved investering i en foretaksobligasjon. Sæbø skriver at «*et verdipapirs markedsverdi, verdipapirkursen, kan grovt sett betraktes som syntesen av markedssaktørenes vurdering av nåverdien av de beløp som i fremtiden vil komme til utbetaling til innehaveren (...) justert for antatt risiko*».¹⁴⁰ Markedsverdien vil således være et

¹³⁷ Zakamoulie og Koekebakker (2006) s. 78

¹³⁸ Selskapsrett. s. 24

¹³⁹ Reed (1996) s. 167

¹⁴⁰ Sæbø (1995) s. 28

resultat av alle involverte aktørers «*fornuftige*» investeringsbeslutning, hvor hver «*fornuftig investor*» vil basere investeringsbeslutningen på tilgjengelig kursrelevant informasjon.¹⁴¹

Etter loven bør enhver slik investeringsbeslutning kvalifiseres som «*fornuftig*». Ordlyden sikrer etter min mening en dynamisk og objektiv vurdering, ettersom informasjonen i markedet og aktørenes tolkning av den alltid vil variere.

6.2.1 Opplysninger en fornuftig investor «*sannsynligvis vil benytte*».

Investeringsbeslutningen vil ta hensyn til alle mulige markedsvariabler og en bred vurdering vil være i overensstemmelse med vphl. § 3-2 (2). Vilkåret om «*presise opplysninger*», som drøftet i avsnitt 5.2, har et bredt nedslagsfelt, og enhver relevant opplysning må medtas i en investeringsbeslutning.

Etter lovens ordlyd i vphl § 3-2 (3) stilles det et vilkår til at investoren «*sannsynligvis vil benytte*» opplysningen i sin investeringsbeslutning. Det stilles således et krav til en sannsynlighetsovervekt. Det må altså være mer sannsynlig at den «*fornuftige investor*» tar opplysningen til følge, enn at vedkommende ikke gjør det.

I et såkalt «*informasjonseffisient*» aksjemarked kan det sies at aksjekursene reflekterer all offentlig informasjon, gjennom aktørenes samlede tolkning og reaksjon av informasjonen.¹⁴² I et aktivt obligasjonsmarked vil jevnlig omsatte obligasjoner gi en løpende prising av risikoen knyttet til låntakeren. Det er således obligasjonsrentene som i obligasjonsmarkedet reflekterer risiko og avkastningskrav i markedet basert på all tilgjengelig informasjon.¹⁴³

Det må likevel bemerkes at en her speiler et noe mer idealkmarked for obligasjoner, som i realiteten er noe preget av lite gjennomsiktighet, både når det gjelder handel, og hvem som står bak. Det norske obligasjonsmarkedet kan ikke betegnes som et handelssystem, som for aksjer,

¹⁴¹ 2003/124/EF fortalens pkt. 1

¹⁴² Bøhren og Michalsen (2010) side. 482

¹⁴³ Norges Bank lenke: <http://www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/skriftserie/34/kapittel4.pdf> punkt 4.3, side.51

der kjøper og selger til enhver tid er synlige for hverandre. Ledende aktører, eksempelvis meglerhus, sitter ofte på et verdifullt informasjonsmonopol. En kan da tale om hvorvidt obligasjonsmarkedet strukturelt gir et mindre informasjonsmessig effisient marked.¹⁴⁴

Det vil likevel være nødvendig for drøftelsen å anse obligasjonsmarkedets evne til å reflektere informasjon lik som aksjemarkedets. Således vil den «*fornuftige investor*» som anser en opplysning som relevant for å oppnå avkastning, reagere deretter. Det er altså ikke opplysningen selv som påvirker kursen, det er markedsaktørenes reaksjon på den. Det avgjørende er derfor om opplysningen er av en slik art at de vil påvirke investorenes verdibedømmelse av investeringsobjektet.

Om hvorvidt opplysningen er tilstrekkelig kurspåvirkende vil således avgjøres av om de underliggende vilkårene er oppfylt. Videre vil jeg derfor drøfte om opplysningene «*er egnet til å påvirke kursen*», og om den så vil påvirke den «*merkbart*».

6.3 Hva er «*egnet til å påvirke kursen*» i relasjon til obligasjoner

6.3.1 Krav om kurspåvirkningspotensiale

Det er naturlig å tolke ordlyden «*egnet*» som opplysningens skikkethet til å påvirke kursen til verdipapiret. Kursen vil overordnet betegnes som det enkelte instruments løpende pris notert på dets autoriserte markedsplass.¹⁴⁵

I tråd med ordlyden oppstilles det ikke krav om at opplysningen må føre til en reell kurspåvirkning for at vilkåret skal være oppfylt.¹⁴⁶ Språklig tolkning bør forstås som at det er tilstrekkelig hvis opplysningen *kan* påvirke kursen. En slik tolkning begrunnes i at ikke all ny informasjon må påvirke kursen.¹⁴⁷ Oppfatningen bør således være at obligasjonskursen må påvirkes for å endres, men at den ikke må endres for å konstatere påvirkning. Eksempler på

¹⁴⁴ Angriper meglerens skulte markeder (Dagens Næringsliv)

¹⁴⁵ Svedberg (2007) pkt. 3.4.4

¹⁴⁶ Sæbø (1995) s. 166

¹⁴⁷ Sæbø (1995) s. 167

dette kan være flere opplysninger som sammen utlikner hverandre kursmessig, eller at en egentlig kursendring ikke oppstår som følge av opplysningen.¹⁴⁸ Et krav om faktisk kurspåvirkning ville således lagt urimelige begrensninger for håndhevelsen av de ulike plikt- og forbudsbestemmelsene. En slik tolkning støttes både av norske og europeiske rettskilder, jf. uttalelser fra CESR og første avsnitt i 2003/124/EF. Kommisjonsvurderingene er gjort ex-ante.

Vilkåret «*egnet til å påvirke*» bør således være oppfylt så lenge det foreligger *mulighet* for kurspåvirkning.

Ser man imidlertid ordlyden i sammenheng med markedsmisbruksdirektivet art. 1 nr. 1 som bestemmelsen er ment å implementere, skal opplysningen vurderes som «*likely to have (...) effect on prices*». Språklig er dette et strengere krav om kurspåvirkende effekt enn den norske ordlyden. Videre følger også den danske formuleringen, «*ville kunne påvirke*», at en ren mulighet ikke er godt nok.¹⁴⁹

Rådgivende kommentarer fra CESR uttaler: «*could reasonably have been expected*».¹⁵⁰ Dette bør kunne tolkes dit hen at kurspåvirkning med «*rimelighet kan forventes*»¹⁵¹ En forventning om noe er etter min mening noe annet enn en mulighet for noe, og det bør altså kunne sies at direktivet fastsetter et krav til sannsynlighetsovervekt.¹⁵² Uttalelsen gir etter min mening ikke en direkte retningslinje for hvor kravet til sannsynlighet skal ligge, men at et naturlig utgangspunkt vil være at kurspåvirkningen ikke kan kreves å være overveiende sannsynlig, men ei heller at kun en ren teoretisk mulighet skal oppfylle kravet.

Følgelig kan en slå fast at selve ordlyden i den norske bestemmelsen disharmoniserer med direktivet. En kan likevel ikke tolke den norske bestemmelsen annerledes da direktivet er et fullharmoniseringsdirektiv. Det er således et behov for å kartlegge vilkårets nærmere innhold.

¹⁴⁸ Sæbø (1995) s. 167

¹⁴⁹ Direktiv 2003/6/EF pkt. 1

¹⁵⁰ CESR-02/089d pkt. 23

¹⁵¹ Vurderingen gjøres ex-ante

¹⁵² Norsk lovkommentar vphl. § 3-2 note. 49

Det forekommer av forarbeidene¹⁵³ at det må foreligge en «*realistisk mulighet*» for kurspåvirkning. En viss grad av sannsynlighet er altså påkrevd, som videre også begrunnes i juridisk teori samt Intex-saken.¹⁵⁴

Imidlertid er det ikke uten videre klart hvilken grad av sannsynlighet for kurspåvirkning som kreves. Sæbø tar her til orde for en avveining mellom to ytterpunkter. Krav om en for lav sannsynlighet vil være urimelig da den i for stor grad vil medføre at plikt- og forbudsbestemmelsene begrenser aktørenes atferd og derav svekker markedets effektivitet. Et for høyt krav vil på den andre siden kunne medføre bevis- og håndhevelsesproblemer ved praktisering av plikt- og forbudsbestemmelsene.¹⁵⁵

Hvor selve grensedragningen trekkes er dermed fortsatt noe uviss. En kan på den ene siden anta at en mulig, men lite sannsynlig kurspåvirkning, ikke oppfyller vilkåret. På den andre siden kan det heller ikke utledes et sannsynlighetskrav fra bestemmelsens ordlyd. Det er i så henseende nærliggende å vektlegge at teorien bemerker at domstolene i stor grad foreta en totalvurdering av situasjonen, fremfor å fokusere på sannsynlighetsgrader.¹⁵⁶

Etter min mening kan det således ikke oppstilles noe krav om overveiende sannsynlighet, dette ville i så fall være i disharmoni med MAD. Sannsynlighetskravet må derfor bedømmes individuelt i hver sak, slik Bergo¹⁵⁷ argumenterer for. Så lenge opplysningen i sin helhet har evne til å påvirke kursen, må det være tilstrekkelig for å konstatere sannsynlighet.

6.3.2 Vurderingen av «*egnet til å påvirke*»

Ordlyden «*egnet til å påvirke*» legger til grunn en objektiv vurdering.¹⁵⁸ Subjektive vurderinger om opplysningens påvirkning vil således ikke være av betydning. Det avgjørende vil

¹⁵³ NOU 1996:2 pkt. 4.4.2.1

¹⁵⁴ Reed (1996) s. 168 og OBKN-2013-1 pkt. 9.3

¹⁵⁵ Sæbø (1995) s. 165

¹⁵⁶ Bergo (2008) s. 272

¹⁵⁷ Bergo (2008) s. 272

¹⁵⁸ Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 3.5

være om opplysningens art og viktighet i alminnelighet må antas å være skikket til å påvirke kursen.¹⁵⁹ Ved bedømmelsen må det derfor belyses om hvorvidt en slik opplysning erfaringsmessig er egnet til å innvirke på kursen. Hvis det er så, vil det være en sterk presumsjon for at også den foreliggende opplysningen har et kurspåvirkningspotensiale.¹⁶⁰ Ved opplysninger av mer unik karakter hvor en slik presumsjon ikke kan fattes, må det foretas en konkret vurdering.

I Rt. 2013-946 obligasjonsdommen så pågikk det en handel mellom Transocean Service og Aker Drilling om oppkjøp. Det ble inngått en taushetserklæring den 2. august mellom selskapene. Administrerende direktør (AD) i Aker Drilling hadde vært involvert i prosessen hele veien. Den 4. august fikk selskapet de nødvendige opplysningene om oppkjøpet. AD kjøpte så den 5. august obligasjoner i Aker Drilling for NOK 1 005 780,82. Markedet ble informert om oppkjøpet den 15. august.

I Gulating lagmannsrett tar lagmannsretten utgangspunkt i straffeverdigheten ved innsidehandel med obligasjoner, hvor lagmannsretten mener at innsidehandel med obligasjoner bør straffes mildere enn ved aksjer. Dette begrunnes ut i fra gevinstpotensialet som ved aksjer er «dramatisk større» enn ved obligasjoner.¹⁶¹ Høyesterett legger derimot til grunn at straffeutmålingen i relasjon til uredelig handel med innsideinformasjon, skal forstås likt mellom aksjer og obligasjoner.¹⁶²

Videre legger retten til grunn at gevinstpotensialet ved bruk av innsideinformasjon også vil være betydelig for obligasjoner, men at «selskapsspesifikke opplysninger» for obligasjoner vil være mindre «egnet til å påvirke kursen» på obligasjonen enn på aksjer.¹⁶³

Det at obligasjonen vil være egnet til å stige i pris etter et slikt oppkjøp er helt naturlig. Markedet vurderer obligasjonen som sikrere og oppfatter obligasjonen som tryggere. Obligasjonskursen lå på 101. Etter oppkjøpet steg kursen til rundt 108. Det ble antydning at gevinsten

¹⁵⁹ Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 3.5

¹⁶⁰ Sæbø (1995) s. 168 og 169

¹⁶¹ Rt. 2013-946 avsnitt. 5

¹⁶² Rt. 2013-946 avsnitt. 11

¹⁶³ Rt. 2013-946 avsnitt. 14

var på rundt ti prosent. (AD) ville mottatt en gevinst på rundt 35.000 kr og med renter rundt 173.000 kr om han hadde solgt etter offentliggjøringen. Videre legger retten til grunn at kursendringer på obligasjoner i utgangspunktet ikke vil være like store som for aksjer.¹⁶⁴

6.3.3 Opplysningens kurspåvirkningspotensial på obligasjoner.

Avhandlingen forsøker å belyse innsideinformasjon i relasjon til obligasjoner. Det kan av den grunn blant annet settes spørsmål om det er andre typer opplysninger som er egnet til å påvirke kursen for obligasjoner enn eksempelvis aksjer. Et annet spørsmål kan være om kurspåvirkningseffekten av en opplysning er forskjellig i obligasjonsmarkedet¹⁶⁵ sammenliknet med aksjemarkedet.

I utgangspunktet er det ikke grunnleggende forskjell mellom hvilke typer informasjon som kan virke kurspåvirkende i de to verdipapirmarkedene.¹⁶⁶ Således vil enhver opplysning om et selskap i utgangspunktet kunne påvirke kursen på både selskapets aksjer og obligasjoner. Videre skulle en kunne tro at det forelå visse typer opplysninger som til tross for sensitivitet i det ene verdipapirmarkedet ikke ga samme effekt i det andre.

Eksempelvis kan en her tenke seg opplysninger fra et selskaps regnskapsrapporter som høyst sannsynlig vil påvirke aksjekursen i forhold til endret forventning om høyere eller lavere fremtidige inntekter, som reflekteres i aksjekursen. For selskapets obligasjoner så vil regnskapstall i seg selv ha liten betydning for obligasjonskursen, siden obligasjonseierne allerede har kontraktsfestet sine inntekter. Obligasjonen vil kun påvirkes i den grad kredittrisikoen endres på grunn av gode eller dårlige regnskapstall. Videre vil man kunne anta at effekten fra slike opplysninger også påvirkes av selskapsspesifikke forhold. Et selskap på randen av konkurs som leverer uventede gode regnskapsresultater vil måtte antas at reduserer kredittrisikoen, til sine obligasjonsforpliktelser mer enn hva tilsvarende gode tall gjør for et allerede solid selskap.

¹⁶⁴ Rt. 2013-946 avsnitt. 19

¹⁶⁵ Nærmere bestemt foretaksobligasjonsmarkedet

¹⁶⁶ CESR /02-089d pkt. 25

CESR presiserer uansett, på *felles* basis, alle forholdene som kan ha innvirkning på finansielle instrumenters kurser:

*«These variables would include prices, returns, volatilities, liquidity, price relationships among financial instruments, volume, supply, demand, orders' book, timing of prices' and news' disclosure, rules governing the exchange and market microstructure».*¹⁶⁷

Det vil således være nærliggende å anta at det ikke kan snakkes om unike informasjonstyper som kun vil påvirke ett verdipapirmarked alene, men heller at ulike typer opplysninger vil ha ulik kursinnvirkning i markedene.

I aksjemarkedet vil ny informasjon raskt bli absorbert og vil således reflekteres i kursene.¹⁶⁸ Som tidligere drøftet under avsnitt 6.2.1 er det norske obligasjonsmarkedet preget av mindre gjennomskiktighet og er på mange måter et annerledes handelssystem enn aksjemarkedet. Om hvorvidt det er signifikante forskjeller mellom kursenes informasjonsabsorpsjon mellom de norske obligasjons- og aksjemarkedet er uvisst. Studier av det amerikanske markedet for foretaksobligasjoner fra 2006 viser at det ikke foreligger betydelige forskjeller i markedenes evne til å reflektere ny kurssensitiv informasjon.¹⁶⁹ Likevel skal det bemerkes at i situasjoner hvor sannsynligheten for at obligasjonslånet innfris er stor, behøver ikke informasjon som er kurssensitiv i aksjemarkedet å påvirke obligasjonskursene.¹⁷⁰

Eksempler på selskapsinformasjon som for obligasjonsmarkedet vil kunne påvirke i større grad enn annen informasjon, kan typisk være opplysninger relatert til sannsynligheten for at obligasjonsutsteder oppfyller sine låneforpliktelser eller lånenes likviditet. Kursrelevant informasjon i aksjemarkedet kan i motsetning sies å være det meste som påvirker selskapets økonomi.¹⁷¹

¹⁶⁷ CESR /02-089d pkt. 25

¹⁶⁸ NOU 1996:2 pkt. 2.4.2

¹⁶⁹ Cheng Ying

¹⁷⁰ NOU 1996:2 pkt. 2.5.4

¹⁷¹ NOU 1996:2 pkt. 2.5.4

Opplysninger om eksempelvis eierendringer ved et oppkjøp behøver ikke å påvirke obligasjonen så lenge soliditeten i selskapet beholdes, men aksjekursen må derimot antas å reflektere oppkjøpet mer direkte.

Et svært relevant eksempel på obligasjonssensitive opplysninger, er informasjon om selskapets rating, jf. avsnitt 2.2.2. I 2011 ble Eksportfinans nedgradert i første omgang på grunn av Finansdepartementets avgjørelse om å ikke gi kredittinstitusjonen permanent fritak fra nye EU-regler om kapitalkrav, EUs *Capital Requirement Directive* (CRD).¹⁷² Senere ble ratingen ytterligere nedgradert da Finansdepartementet besluttet å gradvis å bygge ned utstedelsen av lån gjennom Eksportfinans, til fordel for en statlig eksportfinansieringsordning.¹⁷³ Konsekvensen av nedgraderingene ble at mange av investorene av gjelden til Eksportfinans, deriblant nordiske banker og asiatiske investorer, måtte selge seg ut av sine obligasjoner. Dette på grunn av at fondene som investorene forvalter ikke kan eie såkalte «*junkbonds*», slik som Eksportfinans sin gjeld ble ratet av byrået Moody's.¹⁷⁴ 1. Juli 2012 ble det nye statlige selskapet Eksportkreditt Norge AS operativt og per i dag betjener Eksportfinans kun gamle engasjement.

Det vil uansett for avhandlingens øyemed være hensiktsmessig å ikke skille mellom opplysningens art, da lovverket uansett likestiller behandlingen av de ulike verdipapirene.

Videre i avhandlingen blir det drøftet nærmere om innholdet i informasjon som «*merkbart*» vil kunne påvirke kursene, som sammen med drøftelsen ovenfor vil utgjøre vurderingsgrunnlaget for evalueringen av den «*fornuftige investors*» investeringsbeslutning.

6.3.4 Nærmere om begrepet «merkbart»

Vphl § 3-2 (3) utdyper vilkåret til opplysningens egnethet til å påvirke kursen merkbart, som således gjøres gjennom en «*fornuftig investor-testen*». Hva som er meningsinnholdet i «*egnet*

¹⁷² Eksportfinans nedgradert to hakk av ratingbyrå (e24)

¹⁷³ Ny nedgradering for Eksportfinans (Dagens Næringsliv)

¹⁷⁴ Første sak etter Giskes «redningsaksjon (nettavisen)

til å påvirke», er tidligere drøftet og avhandlingen vil nå drøfte vurderingen av en «merkbar» kurspåvirkning.¹⁷⁵

Utgangspunktet er at betydningen av «merkbar» kurspåvirkning vil avhenge av den aktuelle opplysningen og vil således avgjøres etter en totalvurdering. Det vesentlige vil for vurderingen være differansen mellom verdipapirkursen på det aktuelle tidspunktet og den antatte kurs på tilsvarende tidspunkt, under forutsetning om at innsideinformasjonen da hadde blitt offentliggjort eller på annen måte blitt allment kjent.¹⁷⁶

Videre kan det bemerkes at terskelen for hva som er merkbar kurspåvirkning må fastsettes for det enkelte verdipapir i hvert enkelt tilfelle.¹⁷⁷ En eventuell bruk av forhåndsbestemte terskelverdier eller andre kriterier vil urettmessig kunne diskriminere over de forskjellige marked lovverket behandler.¹⁷⁸ Dette tilsier således at merkbar påvirkning for obligasjoner må vurderes annerledes enn merkbar påvirkning for aksjer, hvorpå en kan forvente et høyere krav for obligasjoner enn aksjer, da aksjekurser relativt sett er mer volatile.¹⁷⁹

I den norske bestemmelsens ordlyd før lovendringen i 2001 var det tatt inn at opplysningene måtte være «*egnet til å påvirke kursen vesentlig*» (min uth). Etter lovendringen ble «*vesentlig*» fjernet etter myndighetenes ønske, dette gav Norge Europas strengeste innsidedefinisjon.¹⁸⁰ Den nåværende lovteksten benytter begrepet «*merkbart*» og kan sies å disharmoniere med markedsmisbruksdirektivets kriterium om at opplysningen må være «*likely to have a significant effect*». En ser her at «*significant effect*» er et noe tyngre begrep enn «*merkbart*» og en mer synonym oversettelse kunne vært nevneverdig, eller signifikant virkning.¹⁸¹ I svensk rett er det imidlertid implementert en ordlyd som virker nærmere direktivets ordlyd med «*är egnad att väsentligt påverka priset*» (min uth).¹⁸² Den norske gir således ikke den

¹⁷⁵ Børssirkulær 2013 s.134

¹⁷⁶ Sæbø (1995) s.172

¹⁷⁷ Sæbø (1995) s.172

¹⁷⁸ CESR /02-089d pkt. 24

¹⁷⁹ Se nærmere i Rt. 2013-946

¹⁸⁰ Bergo (2008) s. 265

¹⁸¹ Norsk lovkommentar vphl. § 3-2 note . 47

¹⁸² Lag 2005:377 jf. § 1 nr. 1

samme tolkningen som direktivet den er ment å speile. Til tross for at den danske oversettelsen også benytter uttrykket «*mærkbart*», argumenterer Bergo her for at en feil oversettelse ikke blir mer riktig av at et annet land gjør det samme.¹⁸³ Når det likevel er slik at den norske ordlyden skjerper kravet sammenliknet med hva direktivet gjør, kan en ikke ved rettsanvendelsen vektlegge den norske ordlyden selvstendig uten at dette vil stride med direktivets rammer.¹⁸⁴

Det fremkommer likevel av forarbeidene at lovteksten skal tilsvare det materielle innholdet i direktivets krav og at lovgiver med hensikt benyttet «*merkbar*» etter erfaringsmessige problemer ved tolkningen av «*vesentlig*».¹⁸⁵ Dette tilsier således at «*merkbar*» ikke kan ilegges en vurdering etter ordlydens normale betydning, men må tolkes innskrenkende. Begrepet må altså gis et snevrere anvendelsesområde for å ikke stride med markedsmisbruksdirektivet.

Dette betyr likevel ikke at det foreligger et gitt vesentlighetskrav, altså et kvalifikasjonskrav, for hva som er tilstrekkelig kurspåvirkning. Lovens tidligere vesentlighetskrav ble fjernet gjennom endringsloven i 2001, og en høyesterettsdom fra 2012 bekrefter at det ikke skal forstås slik at det må foretas en merkbarhetsvurdering «*som ledd i eller i tillegg til den fornuftige investor-testen*».¹⁸⁶

Det vesentlige for den videre drøftelsen vil derfor være om hvorvidt det etter lovendringen i 2001 nå kan innfortolkes et kurspåvirkningskrav i vurderingen av egnethet, eller om det ikke foreligger en sensitivitetsterskel overhodet, og at så lenge opplysningen er «*egnet*» vil den kvalifiseres.

I høringsnotatet fra Kredittilsynet før lovendringen i 2001 ble det anført at «*merkbar*» var ment å avskjære «*de rent teoretiske muligheter (...) må være av en viss viktighet*».¹⁸⁷ Finansdepartementet sluttet seg delvis til en slik bedømmelse, men det avgjørende skulle likevel være om den fornuftige investoren ville tillagt opplysningen vekt i sin investeringsbeslutning.

¹⁸³ Bergo (2008) s. 265 og 266

¹⁸⁴ Norsk lovkommentar vphl. § 3-2 note. 49

¹⁸⁵ Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) s. 27 og 28

¹⁸⁶ Rt. 2012-629 avsnitt. 30

¹⁸⁷ Ot. prp. nr. 80 (2000-2001) s. 22

Det må derfor være slik at ikke enhver teoretisk mulighet til kurspåvirkning er omfattet, men at opplysningen må være av en viss betydning for investorens beslutning.

Som drøftet i avsnitt 6.2.1 vil *«fornuftig investor-testen»* innebefatte et krav om sannsynlighetsovervekt. Det bør være mer sannsynlig at opplysningen tas til følge, enn ikke. Bergo argumenter for det samme ved at informasjonen bør fremstå som et *«klart og tungtveiende argument til å avstå fra å handle eller til å kreve en betydelig justering av prisen»*.¹⁸⁸ Det taler etter min mening derfor for at Finansdepartementet ved å vektlegge *«fornuftig investor-testen»* også legger til rette for en sensitivitetsterskel i lovgivningen. Videre skal jeg trekke frem argumenter som støtter en slik antagelse om lovgivers hensikt.

Finansdepartementet sa seg i 2001 enig med Økokrims synspunkt om at uttrykket *«merkbart også inneholder en skjønnsmessig kvalifikasjon»*.¹⁸⁹ Det kan således bemerkes at egnethet til å påvirke alene ikke er tilstrekkelig for å oppfylle kravet om kurspåvirkningspotensiale.

Videre vil fraværet av en sensitivitetsterskel gjøre plikt- og forbudsbestemmelsene svært upraktiske, da enhver *«egnet»* opplysning i så henseende ville utløst de samme bestemmelsene. Som drøftet i avsnitt 6.3.1 er terskelen for å betegne en opplysning som egnet relativt lav. En slik situasjon ville svekket markedets effektivitet betydelig.

Det må ut ifra dette legges til grunn at det i tolkningen av *«merkbart»* må innebefattes en viss sensitivitetsterskel, men ikke et vesentlighetskrav, for at opplysninger med kun en teoretisk kurssensitivitet ikke omfattes. Egnede opplysninger som ikke anses om rent teoretisk mulige, vil således oppfylle kravet om *«egnet til å påvirke (...) merkbart»*. Således kan man ikke i sin helhet avskrive en viss terskel, men kravet er i så måte mer knyttet til egnethetsvurderingen. Dette vil likevel innebære en materiell disharmoni med markedsmisbruksdirektivet, hvor den norske bestemmelsen tolkes strengere.¹⁹⁰

¹⁸⁸ Bergo (2008) s.270

¹⁸⁹ Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 21

¹⁹⁰ Svedberg (2007) pkt. 3.4.5

(i) *Merkbar påvirkning fra selskapsrelaterte utviklingsprosesser*

Uten å dreie oppgaven inn på en lengre diskusjon omkring problematikken rundt merkbarhetsvilkåret og utviklingsprosesser i og mellom selskap, skal den her kort bemerkes.

Problematikken henspiller seg her i vanskeligheten med å avgjøre *når* opplysninger må anses å ha potensiale til å påvirke kursen «merkbar». En utviklingsprosess slik som eksempelvis et mulig oppkjøp mellom to selskap, må en kunne anta at på et eller annet tidspunkt representerer kurspåvirkende informasjon for både aksjer og obligasjoner. Rt. 2013-946 er et eksempel på dette, hvor det ble antydning at en gevinst var på rundt ti prosent ved oppkjøp av Aker Drilling.¹⁹¹ Retten legger så til grunn at gevinstpotensialet ved handel med innsideinformasjon på obligasjoner vil kunne være betydelig, men at opplysningene på en obligasjon vil være mindre «egnet» til å påvirke kursen.¹⁹² Etter min mening tilsier dette at ved et oppkjøp av et selskap vil opplysninger kunne ha en «merkbar» kurspåvirkning, men at det vil være reelle forskjeller mellom aksjer og obligasjoner når det gjelder «merkbar» kurspåvirkning.

Både teori og blant annet amerikansk høyesterettspraksis tar i slike vurderinger hensyn til to størrelser: Sannsynligheten for at prosessen realiseres, eksempelvis at oppkjøpet gjennomføres og hvilket omfang en materialisering representerer. De to variablene vil i vurderingen kunne kompensere hverandre på slik måte at en lav sannsynlighet for materialisering som isolert tilsier en lavere «egnethet» til å påvirke kursene, kan kompenseres hvis eksempelvis materialiseringen vil ha betydelig økonomisk konsekvens for utsteder. Det omvendte vil likevel også gjelde, der materialisering knapt påvirker de økonomiske forholdene, men at sannsynligheten for materialisering er høy. Vurderingen i dette tilfellet betegnes gjerne som *probability/magnitude*-vurderingen.¹⁹³

¹⁹¹ Rt. 2013-946 avsnitt 19 og 20

¹⁹² Rt. 2013-946 avsnitt. 14

¹⁹³ Svedberg (2007) pkt. 3.4.6

(i) *Sensitivitetsterskelen for obligasjoner*

Det må fokuseres på den enkelte obligasjons særpreg når den konkrete vurderingen av merkbarhetsvilkåret skal foretas. Det må kunne legges til grunn at ulike obligasjoner vil reagere ulikt, kursmessig, på ulike opplysninger. Som tidligere nevnt, kan en anta en noe høyere terskel for obligasjoner enn for aksjer, da aksjer som verdipapir er mer volatil.

Eksempelvis vil opplysninger om et betydelig oljefunn, som tilsier store inntekter, kunne være opplysninger av mer kurssensitiv karakter for et lite selskap og dens obligasjoner, økt kreditt-rating grunnet bedret økonomisk soliditet og betjeningsevne, enn for eksempelvis Statoil med en allerede innpriset økonomisk stabilitet.

Vurderingen må videre også baseres på hvilken informasjon som allerede er tilgjengelig i obligasjonsmarkedet, samt forventningene som foreligger for ny informasjon. Som drøftet i avsnitt 6.3.3 har studier fra det amerikanske markedet for foretaksobligasjoner ikke funnet betydelige forskjeller i informasjonsabsorpsjon, sammenliknet med aksjemarkedet. Derfor vil det for obligasjonsmarkedet lik som aksjemarkedet være slik at forventninger om denne typen informasjon, delvis allerede er priset inn i kursene. Således vil forventet informasjon ikke påvirke kursene slik uventede opplysninger vil.

Likeså vil opplysninger som tidligere har virket kurspåvirkende antas å kunne virke slik også i andre situasjoner. Opplysninger som et selskap tidligere har behandlet som innsideinformasjon vil også gjøre at tilsvarende opplysninger anses som tilstrekkelig, «merkbart», kurspåvirkende.

6.3.5 Når har opplysningen potensial for kurspåvirkning

Rådgivende uttalelser fra CESR legger til grunn at vurderingen av kurspåvirkningspotensiale må foretas «*ex-ante, in order to determine the likelihood of a price moving effect*».¹⁹⁴

¹⁹⁴ CESR/ 02-089d pkt. 27

En ex-ante vurdering tilsier dermed at det må vurderes om opplysningen, objektivt sett, var egnet til å påvirke kursen på tidspunktet for utnyttelsen av informasjonen. Om opplysningen i etterkant faktisk er påvirket er således irrelevant.¹⁹⁵

En ex-ante vurdering baserer seg på tidspunktet før opplysningen er gjort allment kjent og dermed før kursen er påvirket av den. Det er nettopp på dette tidspunktet innehaveren av kurs-sensitiv innsideinformasjon har størst mulighet for å urettmessig å utnytte informasjonsforde-len i markedet. Om vurderingen således kommer frem til fravær av kurspåvirkningspotensiale på utnyttelsestidspunktet, så kan heller ikke opplysningen kvalifiseres som innsideinforma-sjon. En slik objektiv vurdering må være nødvendig for å skape tillit mellom aktørene i mar-kedet.

Det neste kapittelet vil drøfte det tredje hovedvilkåret i vphl § 3-2.

¹⁹⁵ Ot.prp.nr. 80 (2000-2001) s. 22

7 Vilkåret om at «opplysningen ikke er allment kjent» eller «offentlig tilgjengelig»

7.1 Innledning

I denne delen skal det ses nærmere på det siste hovedvilkåret i vphl § 3-2 (1) og gjøres rede for at opplysningene ikke må være «*offentlig tilgjengelige*» eller «*allment kjent i markedet*» for at innsideinformasjon skal foreligge.

Et typisk tilfelle for når opplysningene er allment kjent er når de er blitt publisert etter fremgangsmåten i vphl § 5-12 over informasjonssystemet til det regulerte markedet der obligasjonen er notert. Det blir så en vurdering om informasjonene er blitt «*offentlig tilgjengelig*» eller «*allment kjent*». I fortalen til markedsmisbruksdirektivet punkt 29 fremkommer det at «*research and estimates*» hvor informasjonene er hentet fra offentlig tilgjengelig data, ikke er å anse som innsideinformasjon.¹⁹⁶

Videre følger det at loven er ment å implementere kravet i markedsmisbruksdirektivet art. 1 nr. 1 der det heter: «*Inside information shall mean information of a precise nature which has not been made public*» (min uth.).

Når det gjelder fortrolige opplysninger som ikke har betydning for kursen, vil ikke dette rammes av handelsforbudet. Det er slik at opplysninger ikke er tilstrekkelige kvalifisert kurssensitive om de ikke lenger er fortrolige. Lovgivers intensjon har ikke vært å hindre informasjonsulikheter mellom aktørene. Det er nemlig slik at det å analysere og vurdere informasjon er en del av verdipapirmarkedets oppbygning.¹⁹⁷ Videre er det slik at prisen i markedet i utgangspunktet skal gjenspeile den informasjonen som er tilgjengelig. Ved bruk av informasjon som enda ikke har blitt kjent eller offentlig tilgjengelig i markedet vil aktøren i så fall handle på grunnlag av innsideinformasjon, og de rettslige konsekvensene som følger av loven vil derfor inntre.

¹⁹⁶ Myklebust (2011) s. 356

¹⁹⁷ Reed (1996) s. 131

Det følger så av forarbeidene¹⁹⁸ at en ønsker en best mulig gjennomføring av direktivets forståelse, og sikre et mer detaljert regelverk. Samt at det ikke vil foreligge noe særlig materiell endring i det norske innsidehandelsforbudet. Det er slik at selv om det ikke er foretatt en aktiv handling for å gjøre opplysningene kjent i markedet, er det heller ikke et vilkår om å foreta en slik handling. Opplysninger kan være kjent i markedet uten at det foreligger en aktiv handling.¹⁹⁹

7.2 Lovspråket i verdipapirhandelloven § 3-2 (1)

Etter en naturlig språklig forståelse av den norske ordlyden «*offentlig tilgjengelig*» og av direktivets ordlyd «*made public*», ser det ut som om uttrykkene harmoniserer etter lovens formål.

Det følger så av ordlyden at det kun er opplysninger som ikke er «*offentlig tilgjengelige eller allment kjent*» som kan utgjøre innsideinformasjon. Et eksempel kan være at en ansatt i Moody's vet at Aker Drilling skal nedjusteres i henholdt til rating om en uke, dermed vil det kunne oppstå innsideinformasjon. Det har ingen betydning om man blir betrodd opplysningene av en innsider uten løfte om taushet. I de fleste sammenhenger vil selskapsspesifikke opplysninger om selskap bli offentlig gjennom informasjonsplikten til selskapet. Det følger at en også kan handle på informasjon som et blitt tilgjengelig på andre måter.²⁰⁰ Dette vil jeg se nærmere på senere.

De opplysninger som ikke er gjort kjent i markedet, vil kunne være kurssensitive og endre kursen etter hvert som den blir tilgjengelig. Det er derfor viktig at selskaper offentliggjør innsideinformasjonen slik at det ikke foreligger noe sensitivitet og at kursen i markedet blir riktig. Dette for at en aktør med informasjonsfortrinn vil kunne påvirke kursen på obligasjonen. Er opplysningene lite kjent for markedet, vil det være høy grad av kurssensitivitet. Det har ikke vært lovgivers intensjon å hindre informasjonsulikhet mellom kjøper og selger. En viktig

¹⁹⁸ Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 28-29

¹⁹⁹ Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 28-29

²⁰⁰ Bergo (2008) s. 267

drivkraft i verdipapirmarkedet er nettopp muligheten til å vurdere og analysere den informasjonen som er tilgjengelig.²⁰¹ Det vil derfor være misbruk av innsideinformasjon om en aktør handler på informasjon de andre aktørene ikke har.

Videre følger det et prinsipp om at opplysninger ikke trenger å ha blitt gjort offentlig tilgjengelig eller allment kjent av utstederselskapet. Med dette menes at det ikke er nødvendig for selskapet å ha foretatt en selvstendig aktiv handling, ved at opplysninger blir tilgjengelige.²⁰² Et eksempel man kan tenke seg er når Norges Bank endrer styringsrenten fra rentemøtet. Dette blir offentliggjort kl. 10.00 hvor offentliggjøringen gjøres direkte gjennom web-TV, og ikke minst media. Disse opplysninger trenger ikke å bli offentliggjort av selskapet selv.

Dette vil føre til at opplysningene har blitt offentlig tilgjengelige for markedet uten at det er en aktiv handling fra selskapet. Dette underbygges av forarbeidene, det avgjørende er hvordan opplysningene er allment kjent i vurderingstemaet, uavhengig av hvordan det har skjedd for mottakeren.²⁰³

(i) Nærmere vurderingen «offentlig tilgjengelig eller allment kjent»

Ved nærmere vurdering av begrepene «offentlig tilgjengelig eller allment kjent» vil en se at de i stor grad vil omfatte samme type informasjon. Selv om de tilsynelatende kan gi to alternative vurderinger i forhold til «tilgjengelig» kravet. Det vil her bli sett nærmere på tilgjengelighetsvurderingen ved informasjonen.

Om informasjon som offentligjøres stiller seg annerledes i innsideproblematikken relatert til obligasjoner eller andre finansielle instrumenter, kan ikke utgjøre noe særlig forskjell. Dette på grunn av spørsmålet om vurderingen av opplysningenes tilgjengelighet for markedet.

²⁰¹ Reed (1996) s. 131

²⁰² Reed (1996) s. 132

²⁰³ Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 29

Det kan tenkes at de opplysninger som har blitt allment kjent ikke er blitt offentlig tilgjengelig og om noe som har blitt offentlig gjort men ikke allment kjent. Uavhengig av om en opplysnings karakter, vil offentliggjøring eller om den blir allment kjent kunne ha et kurspåvirkningspotensiale. Det vil bero på en konkret helhetsvurdering hvordan informasjonen stiller seg.²⁰⁴

Opplysninger kan oppstå gjennom ulike kanaler i markedet. Om opplysninger er gjort offentlig tilgjengelig eller allment kjent på andre måter enn gjennom selskapets egne kanaler, vil det allikevel kunne handles lovlig på grunnlag av den aktuelle informasjonen. Dersom selskapet ikke offentliggjør dette etter reglene om informasjonsplikt, se kap.4, vil det i utgangspunktet foreligge brudd på informasjonsplikten. En kan likevel ikke straffes for å handle med innsideinformasjon, jf. Vphl. § 3-3.²⁰⁵

Det følger av forarbeidene at det er «*viktig at investorene får lik og samtidig tilgang til relevant informasjon for å vurdere, salg eller kjøp*».²⁰⁶ Opplysninger som ikke er «*allment kjent i markedet*» vil være kurssensitive. Det er derfor vi har regler som forplikter selskapet til å offentliggjøre informasjonen. Det er på det tidspunktet informasjonen offentliggjøres at det ikke lenger et misbrukspotensiale av innsideinformasjon.

Videre følger det at en må ta utgangspunkt i den objektive vurderingen til en profesjonell aktør. Dette følger av Lau Hansen hvor han argumenter for at en annen vurdering vil kunne hindre konkurranse mellom aktørene når de skal innhente ny informasjon og at dette vil kunne føre til et mindre effektivt marked.²⁰⁷ Som nevnt ovenfor vil det ikke være ulovlig å innhente og analysere informasjon, selv om denne ikke er direkte tilgjengelig i markedet, så lenge informasjonen ikke er basert på innsideinformasjon - men fornuftig innhenting og analyse av det som allerede er å anse som tilgjengelig.

²⁰⁴ Se nærmere Reed (1996) s. 131 og 132

²⁰⁵ Bergo (2008) S.267

²⁰⁶ NOU 1996:2 pkt. 4.4.1

²⁰⁷ Hansen (2005) s. 327

Listen legges slik at den profesjonelle aktøren i markedet har mulighet til å skaffe seg informasjonen.

Videre er det et sikkert utgangspunkt at opplysningen er blitt alminnelig kjent ved offentliggjøring. For ved offentliggjøring foretas det en kringkasting til media. Dette kan for eksempel være i aviser eller ved selskapets nettsider. Videre er det et sikkert utgangspunkt at opplysninger som er blitt offentliggjort av Oslo Børs, er å anse som opplysninger som fyller vilkårene til offentliggjøring.²⁰⁸

Et eksempel på at opplysninger for obligasjoner eller andre finansielle instrumenter kan være informasjon som ikke er allment kjent men tilgjengelig informasjon, kan være dersom en opplysning står skrevet i en offentlig avis eller på internett da dette vil være offentlig tilgjengelig. Dette selv om informasjonen står skrevet i en *perifer* avis på et språk som er svært lite kjent. Det vil være nok dersom «alle» i utgangspunktet kan få tak i disse opplysningene ved å søke på nett eller kontakte nyhetsmedia. Opplysningene må på denne måten aksepteres som «*offentlig tilgjengelig*» opplysninger selv om det kun er de mest ressurssterke, som får tak i disse opplysningene.²⁰⁹

Det fremkommer av lagmannsrettens kjennelse i Otrum-dommen²¹⁰ om informasjon kan bli ansett som «*offentlig tilgjengelig*» eller «*allment kjent*» dersom informasjonen blir offentliggjort på internett gjennom typiske «*chattekanalen*» som «*Hegnar Online*». Dette må gjøres etter en konkret vurdering. Det er ikke slik at alle vil kunne ha tilgang og være klar over informasjonen som befinner seg på slike kanaler. Videre må det kunne anses som «*offentlig tilgjengelig*» informasjon når «alle» kan søke på internett etter samme opplysninger, selv om det i tilfeller kun er de mest «*ressurssterke*» som vil være egnet til å kunne holde seg oppdatert.²¹¹

²⁰⁸ Reed (1996) s. 132

²⁰⁹ Bergo (2008) s. 267

²¹⁰ LA-2006-42810

²¹¹ Bergo (2008) s. 267

Videre legger retten vekt på at det kun var et fåtall personer som kjente til opplysningene og at dette ikke tilstrekkelig for å si at opplysningene var «*allment kjent*». Det motsatte vil dermed være om opplysningene er å anse kjent dersom et tilstrekkelig antall aktører kjenner til opplysningene.²¹²

Spørsmålet blir videre når offentliggjøringstidspunktet foreligger. Utgangspunktet er at opplysningene anses å være tilgjengelige når de offentliggjøres på en pressekonferanse. Det er ikke slik at opplysningene må ha hatt en spredning i markedet for å anses som alminnelig tilgjengelig. Det er heller ikke nødvendig at markedskursen på obligasjonene reflekterer den riktige verdien.²¹³

Spørsmålet blir så hva som skjer dersom en investor besitter innsideinformasjon og handler akkurat på tidspunktet for offentliggjøringen. Et eksempel kan være under en generalforsamling, der vil ikke opplysningene som fremkommer bli ansett for å være «*offentlig tilgjengelige*» eller «*allment kjent*», før offentliggjøring foreligger fra selskapet. Tidspunktet for offentliggjøringen vil skje i slutten av slike møter. Dette hindre investorene fra å handle verdipapirer under møte.²¹⁴ Et eksempel på når informasjonen ikke ble offentliggjort etter reglene er: DNB som unnlot å informere markedet om innfrielse av obligasjonslån før forfall. Obligasjonsreglene 3.3.1 (1) nr.1 angir at det straks skal offentliggjøres melding når det foreligger «*endring i rettigheter knyttet til låntakers, lån, herunder endrede vilkår eller betingelser som indikerte kan påvirke innehaverens rettsstilling, især som følge av endrede lånebetingelser eller renter*».²¹⁵ Oslo Børs la til grunn at regelen kommer til anvendelse dersom utstederen velger å innfri lånet før forfall.

Et viktig grensesnitt kan være primærinnsider eller andre som rett før offentliggjøringen kjenner til opplysningene. Primærinnsiderne vil da ha en fortrinnsrett når opplysningene blir offentliggjort.

²¹² LA-2006-42810

²¹³ Reed (1996) s. 137

²¹⁴ Bergo (2008) s. 267

²¹⁵ Bærssirkulær, vedtak og uttalelser 2013 s. 171

Det er derfor klart at handel under generalforsamlingen vil omfattes av innsidehandelsforbudet, selv om det å handle rett etter at møtet er over burde tilsi å være fult lovlig. Etter forarbeidene²¹⁶ snakkes det om et tilslørende problem, nemlig «*overraskelsesmomentet*» for ferske nyheter som er blitt offentlig tilgjengelig. Dette vil gjøre at aktørene med førstehåndskunnskap vil stå først i køen hos megleren.²¹⁷

En slik mulighet er i dag ikke ulovlig og favner ikke reglene om innsideinformasjon og faller derfor utenfor regelen i vphl § 3-3, videre vil det kunne omfatte regelen om «*urimelig forretningsmetode*» jf. vphl § 3-9. Og forarbeidene utelukker ikke at «*overraskelsesmomentet*» kan fanges opp av denne regelen.²¹⁸

²¹⁶ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 26

²¹⁷ Bergo (2008) s. 268

²¹⁸ Bergo (2008) s. 268 og Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 26

8 Oppsummering

I avhandlingen har jeg sett nærmere på definisjonen av innsideinformasjon i relasjon til obligasjoner. Jeg har her sett nærmere på de kumulative vilkårene for at innsideinformasjon foreligger etter vphl. § 3-2. Vilråene for opplysningene er at de må være «*presise*», «*egnet til å påvirke kursen*» og herunder hva som kan antas å være merkbar kurspåvirkning. Videre er også vilkåret om at opplysningen ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet drøftet. Avhandlingen har drøftet vilkårene i lys av obligasjonens særtrekk. Oppgaven har belyst realitetsforskjeller mellom aksjer og obligasjoner, og blant annet om opplysninger har ulik innvirkning på investoren når det foretas en investeringsbeslutning.

Forarbeidene gir ingen definisjon av obligasjoner som verdipapir, og heller ingen veiledning når det gjelder hvordan begrepet innsideinformasjon skal tolkes i henhold til obligasjoner. Det har vært avhandlingens hensikt å belyse dette forholdet.

I avhandlingen har jeg fremstilt de enkelte vilkårene for at noe skal anses som innsideinformasjon. Rettspraksis viser at domstolene gjerne foretar en totalbedømmelse av situasjonen i den enkelte sak.

De materielle vilkårene i vphl. § 3-2 er likelydende når det gjelder aksjer og obligasjoner. Videre gir Høyesterett uttrykk for at straffeutmålingen i utgangspunktet bør være tilsvarende i begge relasjoner. Dette peker i retning av en likeartet tolkning. Hver sak må uansett behandles for seg selv. Dette fordi hver sak er forskjellig uavhengig av hvilket verdipapir innsidehandelen gjelder. Det må foretas en konkret totalvurdering av hvert enkelt tilfelle, om den så gjelder aksjer eller obligasjoner.

Det er av grunnleggende betydning å se på relevante særtrekk ved obligasjoner som det må tas hensyn til, når en gjør en vurdering etter loven om opplysning er å anse som innsideinformasjon.

Som fremhevet i avhandlingens andre kapittel, har en obligasjon en løpetid, en bestemt rente og en rating. Obligasjoner gir rettigheter på en fremtidig kontantstrøm fra tilbakebetalingen av et lån. Aksjer gir derimot eierskap til selskapets verdiskapning. Dette skiller aksjer og obligasjoner fra hverandre, noe som gir realitetsforskjeller når det gjelder de investeringsbeslutninger en investor må foreta.

I forhold til vilkåret om «*presise opplysninger*», foreligger det ikke realitetsforskjeller mellom aksjer og obligasjoner. Så lenge opplysningen ikke er rene rykter eller spekulasjoner, kan den for obligasjoner sies å være presis.

Videre vurderes det om opplysningen ville blitt tillagt vekt av en «*fornuftig investor*» i sin investeringsbeslutning. Da er kravene til opplysningene at det må være «*egnet til å påvirke kursen merkbart*». For obligasjoner vil alle opplysninger om selskapets soliditet og dens evne til å betale renter og avdrag, være i en særstilling. Obligasjonens verdi bygger på selskapets evne til å tilbakebetale lånet, med renter. Enhver opplysning omkring slike forhold vil den «*fornuftige investor*» vektlegge. Selskapsspesifikke opplysninger, eksempelvis regnskapsinformasjon, vil typisk være mindre egnet til å påvirke obligasjonskursen, noe også domstolene har påpekt.

Obligasjonsregisteret er ikke offentlig. Dette medfører at en ikke vet hvem som er eier av obligasjonen, og skulle en aktør få informasjon om hvem som er eier vil dette være å betrakte som innsideinformasjon.

I forhold til kravet om «*offentlig tilgjengelig*» eller «*allment kjent*» informasjon, skal vilkåret kunne tolkes likt for både obligasjoner og aksjer. Enhver opplysning med kurspåvirkningspotensiale som enda ikke er «*offentlig tilgjengelig*» eller «*allment kjent*», må kunne betegnes som innsideinformasjon.

Lovens vilkår for å betegne en opplysning som innsideinformasjon er av objektiv karakter. Dette legger som nevnt opp til at domstolene i hvert enkelttilfelle gjør en konkret vurdering. Dette sikrer at opplysningen tolkes i lys av hvilket verdipapir den omhandler, herunder de forhold avhandlingen har belyst for obligasjoner. Slik sett er lovverket egnet til å ivareta de nødvendige hensyn til både markedene og samfunnet som helhet. Det vil uansett bli spennende å se hvordan domstolene i fremtiden vil vurdere innsideinformasjon for obligasjoner, da det per i dag kun foreligger én dom relatert til straffeutmålingen og ingen om begrepsforståelsen. I lys av at handel med obligasjoner stadig øker i omfang, så vil også problematikken omkring innsidehandel med obligasjoner bli mer relevant.

9 Litteraturliste

Bøker

- | | |
|----------------------------|--|
| Bergo (2008) | Bergo, Knut: <i>Børs og verdipapirrett</i> , 3. utg. Oslo, 2008 |
| Bøhren og Michalsen (2010) | Bøhren og Michalsen: <i>Finansiell Økonomi</i> , 4. utg. Oslo, 2010 |
| Hansen (2005) | Hansen, Jesper Lau. <i>Værdipapirhandelsloven med kommentarer</i> . Bind 2, 2. utg. Danmark, 2005. |
| Michalsen | Michalsen, André: Kommentar til verdipapirhandelloven: <i>Norsk Lovkommentar</i> (Gyldendal rettsdata) |
| Myklebust (2011) | Myklebust, Trude: <i>Finansmarkedsrett</i> , 1. utg. Oslo, 2011 |
| Reed (1996) | Reed, Bjørn Gabriel: <i>Straffbar innsidehandel</i> , Oslo, 1996 |
| Sejerstad m.fl. (2004) | Sejerstad, Fredrik ...[et al.]: <i>EØS-rett</i> . 2. utg. Oslo, 2004 |
| Sæbø (1995) | Sæbø, Rune: <i>Innsidehandel med verdipapir</i> , Bergen, 1995 |
| Woxholth (2006) | Woxholth, Geir: <i>Avtalerett</i> , 6. utg. Oslo, 2006 |

Artikler

Gravir (2005)

Gravir, Gaute S.: «*implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv*». Tidsskrift for Forretningsjus, 2005 nr. 1 side 97-116.

Høgberg (2000)

Høgberg, Alf Petter: «*Om reelle hensyn og deres betydning for grensen mellom straffbare og straffrie handlinger*», Tidsskrift for Rettsvitenskap, 2000 side 525.

Mydske (2006)

Mydske, Tore: «*Amerikansk verdipapirlovgivning sett med norske øyne*», Tidsskrift for Forretningsjus, 2006 nr. 2 side 71.

Svedberg (2007)

Svedberg, Johan: «*Begrepet innsideinformasjon*», Tidsskrift for Forretningsjus, 2007 nr. 2 side 117-162.

Zakamouline og koekebakker (2006)

Zakamouline, Valeri og Koekebakker, Steen: «*Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner*», Praktisk økonomi og finans, 2006 nr. 4 side 75-87 (Idunn.no)

Lov

Børsloven

Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder.

EØS-avtalen

Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområde inngått 2. mai 1992 mellom EU og EUs medlemsstater på den ene side og

EFTA og EFTAs medlemsstater på den annen.

Lov om gjennomføringen av markedsmissbruksdirektivet (opphevet)	Lov 4. mars 2005 nr. 11 om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av Markedsmissbruksdirektivet mv.)
Gjeldsbrevloven (1939)	Lov om gjeldsbrev 17. februar 1939 nr. 1
Kjøpsloven (1988)	Lov om kjøp 13. mai 1988 nr. 27
Verdipapirhandelloven (2007)	Lov om verdipapirhandel 29. april 2007 nr. 75
Verdipapirhandelloven (1997) opphevet	Lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79
Verdipapirhandelloven (1985) opphevet	Lov om verdipapirhandel 14. juni 1985 nr. 61
Verdipapirregistreingsloven (2002)	Lov om verdipapirregistrering 7. mai 2002 nr. 64

Forarbeider

NOU 1996: 2	Verdipapirhandel
NOU 2000:10	Lov om registrering av finansielle instrumenter
Ot.prp. nr. 80 (2000-2001)	Lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)

Ot.prp. Nr. 29 (1996-1997)

Lov om verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)

Verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)

Offentlige dokumenter

Finanstilsynets rundskriv 28/2011

Lov om verdipapirhandel –
enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4 rundskriv
av 4. november 2011

Finanstilsynets høringsnotat 2005

Begrenset revisjon av børsforskriften – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv

Oslo Børs' sirkulære og reglement

Børssirkulære 2013

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2013

Obligasjonsreglene på Oslo Børs

Opptaksregler og løpende forpliktelser for obligasjoner på Oslo Børs. Gjeldende fra 1. juli 2013 [file:///C:/Users/Eier/Downloads/2013-06-03%20Obligasjonsreglene%20(1).pdf]

Rettspraksis

Høyesterett

Rt-2013-946 «Obligasjonsdommen»

Rt-2012-629 «Nettavisen»

Rt-2012-761

Rt. 2007-275 «Otrum»

Rt-2006-1049 «Sense»

Lagmannsrett

LB-2009-196723 «Nettavisen»

Borgarting lagmannsrett

LA-2006-42810 «Otrum»

Agder lagmannsrett

RG-2004-676 «Nagell-Erichsen»

Borgarting Lagmannsrett

Tingrett

TOSLO 2008-184013 «Nettavisen»

Børsrettspraksis

OBKN-2013-1 «Intex Resources ASA»

Avgjørelse av børsklagenemda 16. april 2013

Børsstyret OBS-2013-1 «Intex Resources
ASA»

EU

Direktiv/forordninger

Directive 2003/6/EF

Of the European parliament and the council of 28. January. 2003 on insider dealing and marked manipulation (marked abuse) (Rdir. 2003/6/EF)

Første kommisjonsdirektiv
2003/124/EF

Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og kursmanipulation (EØS-relevant)

Andre kommisjonsdirektiv
2003/125/EF

Kommissionens direktiv 2003/125/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter (EØS-relevant)

Tredje kommisjonsdirektiv
2004/72/EF

Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern vider i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner (EØS-relevant tekst)

Praksis fra EU

Case C/19-11. Court of Justice of the European Union. Markus Gelzl v Daimler AG
an Union. 28. Juni 2012

Dokumenter fra CESR

CESR/02-089d

CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive

Utenlandske kilder

Svensk rett

Markedsmissbrukslagen Beträffande av Lag (2005:377) av 2005-06-02 Statens Offentliga Utredningar, SOU 2004:69

Internett

Oslo Børs, obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ Artikkel: www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Publikasjoner/Obligasjonsbrosjyrer
[sitert 5. februar 2014]

Selskapsrett: Foretaksobligasjoner i Norge Artikkel fra Arntzen de Besche. Utgivelsesår 2013 www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Publikasjoner/Obligasjonsbrosjyrer
[sitert 5. februar 2014]

Norges Bank	http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/statsgjeld/statsobligasjoner/ [sitert 3. mars 214]
Norsk Tillitsmann	http://www.trustee.no/obligasjoner/tillitsmann_for_obligasjonslan/ [sitert 5. februar 2014]
Børsklagenemda	Hjemmeside: http://www.nsd.uib.no/polsys/data/forvaltnin g/utvalg/16064000 [sitert 8. April 2014]
Norges bank	Rundskriv nr. xx/xx.xx.2005 vedlegg 3: nye retningslinjer for pantsettelse av verdipapi-rer som sikkerhet for lån i Norges bank s.3 http://www.norges-bank.no/Upload/brev/2005/vedlegg-2005-04-22-3.pdf [sitert 5. februar 2014]
Norges Bank	http://www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/skriftserie/34/kapittel4.pdf [sitert 5. februar 2014]
Cheng Ying	“The Information Efficiency of the Corporate Bond Market” http://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=1044&context=etd_coll [sitter 29. Mars 2014]
ESMA	Hjemmeside: http://www.esma.europa.eu/nb/investor-corner/ESMA-Hvem-vi-er-og-hva-vi-gj%C3%B8r [sitert 1. april 2014]

«Det norske rentemarkedet – en effektiv kilde til kapital» Artikkell fra Oslo Børs
<http://www.eiendomskreditt.no/upload/Det-norske-obligasjonsmarkedet---effektivt-og-fleksibelt-marked-for-innhenting-av-kapital.pdf> [siteret 7. mars 2014]

Media

«Et svært hett marked» Artikkell i Dagens Næringsliv 23. januar 2014
<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2753189.ece>
[siteret 1. mars 2014]

«Sevan vurderer obligasjonslån» Artikkell i Dagens Næringsliv
www.dn.no/energi/article2036387.ece [siteret 3. februar 2014]

«StockLink iMarkedet» [E.Storm, 13.12.2012]
<http://stocklink.no/Article.aspx?id=99138>
[siteret 22. februar 2014]

«Angriper meglernes skulte marked» Artikkell i Dagens Næringsliv
<http://www.dn.no/nyheter/2013/01/31/angriper-meglernes-skjulte-marked> [siteret 12. april 2014].

«Eksportfinans nedgradert to hakk av ratingbyrå» Artikkell i e24: <http://e24.no/makro-og-politikk/eksportfinans-nedgradert-to-hakk-av-ratingbyraa/20114736> [siteret 12. april 2014].

«Ny nedgradering for Eksportfinans» Artikkell i Dagens Næringsliv:

<http://www.dn.no/nyheter/2011/11/25/ny-nedgradering-for-eksportfinans> [sitert 12. april 2014].

«Første sak etter Giskes «redningsaksjon»

Artikkel i Nettavisen:
<http://www.nettavisen.no/na24/3295775.html>
[sitert 12. april 2014].